BANKEN
UND
WERTPAPIERBÖRSE.

Beiträge zu der Stellung der Banken auf dem Wertpapiermarkte.

Inaugural-Dissertation,

zur Erlangung der staatswissenschaftlichen Doktorwürde
der Hohen rechts- und staatswissenschaftlichen Fakultät
der Großherzogl. Bad. Albert-Ludwigs-Universität
zu Freiburg im Breisgau
vorgelegt

von

Carl Otto Stünzner.

Altenburg, S.-A.
Druck von Oskar Bonde.
1911.

Herrn Kaufmann Richard Bremme
in Frankfurt a. M.
in aufrichtiger Verehrung

gewidmet.

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41545315_0084

Inhaltsübersicht.

		Seite
Einleitung		1— 8
Erster Abschnitt.	Das Emissionsgeschäft	9—36
	I. Das staatlich-kommunale	10—15
	II. Das industriell-kommerzielle	15—19
	III. Die Absatzmethoden	19—36
Zweiter Abschnitt.	Der regelmäßige Wertpapierhandel auf eigene und fremde Rechnung	37—46
Dritter Abschnitt.	Der Börsenkredit	47—59
Vierter Abschnitt.	Geschichtlicher Rückblick auf die Börsenbeziehungen der Banken	60—81
	I. Die Entstehung	60—65
	II. Die Gründerzeit	65—76
	III. Ergebnis	76—81
Quellenangaben		82—83

Einleitung.

Wenn man sich von der Bedeutung, welche die Wertpapierbörse für die Banken besitzt, und von den wirtschaftlichen Interessenbeziehungen und Machtverhältnissen zwischen Börse und Banken eine klare Vorstellung machen will, erscheint es notwendig, die Stellung, welche der Wertpapierbesitz und der Wertpapierverkehr in der heutigen Volkswirtschaft einnehmen, sowie die Aufgaben und Funktionen der Wertpapierbörse mit einigen Worten allgemein zu würdigen.

Für die Neigung der besitzenden Volksklassen, zu einem immer größer werdenden Teile ihres Vermögens die Anlage in Wertpapieren zu bevorzugen, sind neben mannigfachen wirtschaftlichen, geistigen und kulturellen Ursachenreihen vor allem zwei Umstände entscheidend und besonders augenfällig: das Interesse des einzelnen Vermögenbesitzers am regelmäßigen Rentenbezuge und der damit verbundene Vorteil, der Mühe selbsttätiger Verwaltung des eigenen realen Vermögens enthoben zu sein, einerseits und der mobile Charakter der Anlage andererseits. Auf den letzteren dieser Umstände soll hier näher eingegangen werden.

Die Juristen kennzeichnen die Eigenart der Wertpapiere im allgemeinen als die Verkörperung von Privatrechten, deren Geltendmachung durch die Innehabung der Urkunde bestimmt wird. Volkswirtschaftlich ist die Tatsache vor allem bedeutsam, daß die wachsende Verflechtung der Einzelwirtschaften untereinander durch ihre gegenseitigen Kreditbeziehungen mit Naturnotwendigkeit die Tendenz auf Mobilisierung der Vermögensrechte auslöste, d. h. Bestrebungen auf Schaffung von Verkehrsformen, welche die freie, formlose Vermögensübertragung durch Uebergabe von Wertpapieren von Hand zu Hand begünstigen. So hat denn auch in der Tat in Deutschland die Gesetzgebung und die überwiegende Anwendung diesen Weg längst beschritten und sowohl für die festverzinslichen wie dividendentragenden Werte das leicht übertragbare, vertretbare Inhaberpapier geschaffen. Ihren höchsten Triumph aber hat diese verfeinerte und technisch fast vollendete Kreditwirtschaft dadurch erfahren, daß vor allem dem Kapital- und Kreditbedürfnis für dauernde Veranlagung die Möglichkeit geschaffen ist, auch vorübergehend flüssige Kapitalien zu seiner Be-

friedigung mit heranzuziehen, und der Kapitalist jederzeit bei Bedarf durch Veräußerung der leicht übertragbaren Titel die dahingegebenen Mittel aus der Anlage herausziehen kann, ohne befürchten zu müssen, durch seine plötzliche Kapitalentnahme das betreffende Unternehmen oder den betreffenden Schuldner dem wirtschaftlichen Ruin auszuliefern.

Auf Grund ihrer rechtlichen und wirtschaftlichen Eigenart hat sich ein lebhafter Handel in Wertpapieren herausgebildet. Das Bedürfnis nach einem Verkehrsmittelpunkte, auf dem Angebot und Nachfrage sich mit Leichtigkeit begegnen und ausgleichen können*) und auf dem alle die Faktoren zur Wirkung kommen, die für die Preisbildung irgendwie von Einfluß sind, hat zu der Einrichtung eines ständigen zentralen Marktes für Wertpapiere geführt. Die Börsen stellen diesen Markt dar, auf dem die verschiedenen Arten der Wertpapiere vertreten sind und in bestimmten börsenmäßigen Formen täglich gekauft und verkauft werden können. Die Ausgleichung der verschiedenen Kauf- und Verkaufaufträge an der Börse erhält eine wesentliche Förderung durch das Vorhandensein eines ausgedehnten Spekulationshandels, der, in der Hauptsache gestützt auf das Termingeschäft und die Tätigkeit der Spekulationsmakler, stets imstande ist, erhebliche Massen von Wertpapieren aufzunehmen und abzugeben, und an dessen richtiger und regelmäßiger Ausübung alle Kreise der Volkswirtschaft ein Interesse besitzen.

So findet bei einem Teile des volkswirtschaftlichen Wertpapierbesitzes ein unaufhörlicher Wechsel der Besitzer statt. Einerseits drängen sich erhebliche Beträge des bisher in den Betrieben beschäftigten oder neugeschaffenen Kapitals zur Wertpapieranlage. Zahlreiche Personen, welche bisher in eigenen Betrieben ihren Kapitalbesitz zu verwerten pflegten, verkaufen diese und führen die beschäftigungslos gewordenen Kapitalien der Anlage in festverzinslichen oder Dividendenwerten zu. Eine dauernd starke Nachfrage nach Wertpapieren findet, wenn es sich nicht gerade um eine ausgesprochen rentnerische Volkswirtschaft handelt, jederzeit ihre Befriedigung durch das dadurch hervorgerufene Angebot. Andererseits findet aber auch ein stetiger, nie ganz unterbrochener Kapitalrückfluß aus der Wertpapieranlage, d. h. Wertpapierverkäufe, statt, der selbstverständlich sofort durch neu hinzutretenden Kapitalzufluß, d. h. Wertpapierkäufe, ausgeglichen werden muß. Fehlen die entsprechenden Käufer, dann versucht der Kapitalist vergeblich, sein Geld aus der Anlage herauszuziehen, dem Angebot der Papiere steht keine Nachfrage gegenüber, die Folge ist Kurs- und damit Vermögensverlust. Aufgabe der Börse ist es, derartige Unzuträglichkeiten zu verhüten und mit den von ihr bereit gehaltenen Kapitalien die Ausgleichung der beiderseitigen Engagementsverhältnisse wirksam zu unterstützen. Dieses Stets-

*) Struck, Die Effektenbörse. Leipzig 1881. S. 56.

bereitsein und Nieversagen, die Fähigkeit, auch große Mengen von Wertpapieren ohne wesentliche Störung des Marktgleichgewichts schnell und sicher und zu annehmbaren Kursen aufzunehmen, ist eine derjenigen Funktionen der Börse, die in Zeiten politischer Krisen ihre große nationalpolitische Bedeutung erhält. Die Börse ist ein Kapitalsammelbecken der Volkswirtschaft, aus dem von seiten geldbedürftiger Schuldner und Unternehmungen unausgesetzt zu schöpfen versucht wird und in welches die Kanäle alles des Kapitals münden, welches das Wertpapier aus den engsten Poren der Volkswirtschaft hervorlockt.

Das Bedürfnis nach stetiger Veräußerungsmöglichkeit führt den Besitzer der Wertpapiere zu dem Wunsche, regelmäßig und dauernd über ihren Kurswert unterrichtet zu sein und denselben täglich überschauen zu können. Er will jederzeit in der Lage sein, eine ihm günstige Gelegenheit zum Verkaufe oder zum Ankaufe neuer Wertpapiere zu benutzen oder auch durch spekulative Geschäfte an der Börse von dem häufigen Wechsel der Preisbewegung zu gewinnen.

Hieraus ergibt sich die andere Hauptfunktion der Börse, die Aufgabe, für ständige Bekanntgabe einer wahrheitsgetreuen, d. h. dem wirklichen Verhältnis von Angebot und Nachfrage entsprechenden und unter dem vollen Lichte der Oeffentlichkeit sich vollziehenden Preisbildung zu sorgen. Die an den Börsen eingeführte amtliche Kursnotierung sucht dieses Ziel durch tägliche Veröffentlichung der unter Aufsicht und Mitwirkung staatlich bestellter Organe festgestellten Kurse zu erreichen.

Die Lösung dieser Aufgabe, die Herbeiführung einer richtigen und gesunden Preisbildung, welche aus dem Kräftespiele der miteinander ringenden Interessengruppen hervorgehen soll, ist deshalb von so großer Tragweite, weil der öffentliche Börsenpreis Grundlage und Maßstab der Bewertung eines großen Teiles des Volksvermögens bildet und Tausende von Personen in ihren geschäftlichen Entschlüssen bestimmt. Man erinnere sich, welche ungeheuren Beträge des Volksvermögens ihre Bewertung durch die Börse erfahren. Robert Giffen berechnet 1890, daß 36—40 % des gesamten Vermögens der britischen Nation die Form börsengängiger Wertpapiere angenommen hat. Schmoller schätzt in der Einleitung zu den statistischen Anlagen der Börsenenquête-Kommission für Preußen den Teil des Volksvermögens, dessen Wert durch die Börse festgestellt wird, auf etwa 25 %. Die ganze Richtung des Wirtschaftslebens geht dahin, immer weitere Gebiete der Wirtschaft in diese Formen zu zwingen und zu mobilisieren. Durch die Kurse überschaut die öffentliche Meinung und die Interessenten die gute oder schlechte Verwaltung der öffentlichen Verbände und der großen Aktiengesellschaften*). Die Börse mit ihrer unaufhörlichen Kursbewegung gleicht einem Wetterglase der Volkswirtschaft. In

*) Schmoller, a. a. O. XI.

ihr spiegelt sich das Auf und Nieder der Konjunktur, die Wirkungen der politischen Ereignisse, die Verhältnisse des Geldmarkts usw. in zahllosen Wandlungen und unendlich feinen Gestaltungen.

Allerdings kommen die Vorteile, welche das Vorhandensein eines solchen ständigen Marktes bietet, nicht allen Wertpapierbesitzern gleichmäßig zugute. Für Wertpapiere, deren Zulassung zum Börsenhandel verweigert oder nicht nachgesucht wird, darf nach den Bestimmungen des Gesetzes eine amtliche Feststellung der Preise nicht erfolgen. Neben dem offiziellen Börsenhandel besteht ein freier Verkehr in wachsender Ausdehnung. Für Anteile zahlreicher kleiner Unternehmungen besteht sowohl keine Notwendigkeit wie Möglichkeit der Zulassung.

Einen ungefähren Begriff von der Börsengängigkeit der Aktien gibt die folgende für das Jahr 1902 aus den preußisch-statistischen Jahrbüchern zusammengestellte Tabelle*):

Aktiengesellschaften in Preußen während des Geschäftsjahres 1902/3. Statist. Jahrbuch für den preußischen Staat. 1904. S. 240 ff.

Gewerbegruppen	Bestehende Akt.-Ges.		Ges. mit Börsenkurs habenden Papieren	
	Zahl	Nominalkapital in Mill. Mark	Zahl	Nominalkapital in Mill. Mark
Bergbau, Hütten und Salinen	202	1218,90	103	924,07
Industrie der Steine und Erden . . .	185	234,16	47	121,57
Metallverarbeitung	71	137,62	23	74,35
Industrie der Maschinen u. Apparate .	269	787,56	96	485,89
Chemische Industrie	73	177,34	24	130,01
Industrie der Leuchtstoffe	52	52,63	9	32,35
Textilindustrie	101	156,09	34	75,75
Papierindustrie	35	40,24	12	16,02
Lederindustrie	26	39,94	16	27,36
Industrie der Holz- u. Schnitzstoffe . .	29	36,82	4	10,50
Industrie d. Nahrungs- u. Genußmittel	473	505,35	112	246,47
Bekleidungsgewerbe	10	15,80	5	7,75
Polygraphische Gewerbe	52	28,81	5	9,45
Handelsgewerbe (Banken)	391	2255,80	115	1995,72
Versicherungsgewerbe	77	79,09	52	62,32
Verkehrsgewerbe (Eisenbahnen) . . .	256	765,37	56	393,94
Beherbergung u. Erquickung	22	25,32	4	10,80
Sonstige Gesellschaften	230	63,58	2	3,45
Zusammen	2554	6622,42	719	4624,77

*) Vgl. auch Passow, Die wirtschaftliche Bedeutung und Organisation der Aktiengesellschaft. Jena 1907. S. 23.

Von insgesamt 2554 Aktiengesellschaften hatten im Jahre 1902 Börsenkurs ihrer Aktien 719, also 28,2 %. Bei einem Gesamtkapital der bestehenden Aktiengesellschaften von 6622,42 Mill. Mark verfügten die Gesellschaften mit Börsenkurs über ein Nominalkapital von 4624,77 Mill. Mark, also über 69,8 %. Berücksichtigt man nicht die Zahl, sondern, was hier allein maßgebend ist, die Kapitalkraft der Gesellschaften, so kann man feststellen, daß heute die große Mehrheit der Aktien Börsenkurs hat. Allerdings kommen hier nicht in Betracht die gewaltigen Beträge von ausländischen, besonders überseeischen und Kolonialanteilen, die in den letzten Jahrzehnten in Deutschland steigende Aufnahme gefunden haben und deren Umfang nur mit Schwierigkeiten zu erfassen sein dürfte. Immerhin kann als Regel angesehen werden, daß für diejenigen Wertpapiere, die von vornherein auf einen umfangreichen Abnehmerkreis angewiesen sind und deren Bedeutung keine örtlich begrenzte ist, die Zulassung zum Handel an einem größeren Börsenplatze nachgesucht wird. Die Börsengängigkeit schafft die jederzeit leichte Veräußerungsmöglichkeit der Wertpapiere, auf die jeder Kapitalist den größten Wert legt. Man kann wohl sagen, daß für den größten Teil sowohl der festverzinslichen wie der dividendentragenden Werte, soweit es sich um Aktien größerer Unternehmungen handelt, die börsenmäßige Verkehrsform geradezu Lebensbedingung ist*). Die Gunst des Kapitalistenpublikums ist von ihr abhängig. Die Zulassung oder Nichtzulassung eines Wertpapiers zum Börsenhandel entscheidet im wesentlichen darüber, ob und in welchem Maße es Gegenstand deutscher Kapitalanlagen wird**). Die Frage nach der Börsengängigkeit ist die Frage nach der Anlagefähigkeit und damit nach der Lebensfähigkeit eines Wertpapiers.

Ich habe diese einleitenden Bemerkungen über Wertpapier, Börse und Börsengängigkeit vorangestellt, weil ich es für notwendig halte, die Bedeutung der Wertpapierbörsen, ihre Eingliederung in unsere volkswirtschaftliche Organisation, ihre hauptsächlichen Aufgaben und Funktionen, welche sie erfüllen oder erfüllen sollen, im besonderen ihre Wichtigkeit für den Kapitalmarkt kurz zu umreißen und vor Augen zu stellen, um ein Problem, welches die neuzeitliche Entwicklung des deutschen Kreditwesens uns gestellt hat und welches sich vielleicht mit dem Schlagworte kennzeichnen läßt: Bankherrschaft über die Börse, in seinem vollen Umfange, aber auch in seiner Schwierigkeit erfassen zu können.

Zwei Erscheinungen sind es, welche die deutsche Bankliteratur der beiden letzten Jahrzehnte besonders lebhaft beschäftigen und welche noch heute Gegenstand unverminderten Interesses und noch keineswegs abgeschlossener wissenschaftlicher Kämpfe bilden.

---

*) Weber, Zeitschrift f. d. ges. Handelsrecht. Bd. 45. Nr. 3, S. 72.
**) F. Wiener, Die Börse. Berlin 1905. S. 143.

Die eine wurde der Ausgangspunkt zu dem Streite über die Zweckmäßigkeit oder Unzweckmäßigkeit der deutschen Bankverfassung. Hierbei handelt es sich darum, ob und inwieweit das gegenwärtig bestehende System der sog. Arbeitsvereinigung, d. h. die gleichzeitige Ausübung sowohl des Depositen- wie des Emissionsgeschäftes durch unsere Kreditbanken der deutschen Volkswirtschaft Nachteile und Gefahren mit sich bringen kann, Gefahren, die sowohl unter dem Gesichtspunkte des Interesses der Depositengläubiger wie unter dem der Sicherheit der Banken selbst zu betrachten sind. Es gilt die Frage zu lösen, ob für Deutschland das englische Vorbild der sog. reinen Depositenbanken vorzuziehen und erforderlichenfalls durch gesetzgeberische Eingriffe anzustreben sei, oder ob gerade die Eigenart der deutschen Bankorganisation in Anbetracht des geringeren Kapitalreichtums der jungen deutschen Volkswirtschaft gegenüber dem ihrer westlichen Nachbarn eine möglichst ausgiebige und zweckmäßige Ausnutzung der nationalen Kapitalkraft verbürge und als eine technisch vollendete und zugleich im höchsten Grade leistungsfähige Verfassungsform für die besonderen deutschen Bedürfnisse am besten zugeschnitten sei.

Die Auseinandersetzung über diese Frage, die noch jüngst Beratungsgegenstand der deutschen Bankenquête-Kommission gewesen ist, hat m. E. unter der Spärlichkeit des Tatsachenmaterials gelitten. Vor allem ist darauf hinzuweisen, daß ihre zweifelsfreie Lösung die Beschaffung einer größeren Zahl von Einzeluntersuchungen vorausgesetzt hätte, über welche wir gegenwärtig noch nicht verfügen. Erst eine Darstellung der geschichtlichen Entwicklung einzelner Bankunternehmungen, welche die Vorteile und Nachteile des Systems der Arbeitsvereinigung an der Hand der praktischen Erfahrungen zahlreicher einzelner Banken und ihrer Gründungen darzutun hätte, kann zu befriedigenden Ergebnissen führen. Das durch derartige Bankmonographien zu beschaffende Material ist trotz einiger bedeutsamer Ansätze*) bis jetzt noch in dürftigen Anfängen und in seiner Bedeutung für die wissenschaftliche Ausbeute noch zu wenig gewürdigt.

Die andere Erscheinung auf dem Gebiete des Bankwesens, deren Betrachtung in den literarischen Erörterungen der letzten Zeit ebenfalls einen breiten Raum einnimmt, ist die Konzentrationsbewegung. Sie kennzeichnet sich im wesentlichen als eine Erstarkung der nach dem Grundsatz der Arbeitsvereinigung betriebenen größeren Aktienbanken und zwar in bezug auf Erhöhung ihrer Kapitalkraft und örtliche Erweiterung ihres wirtschaftlichen Machtbereichs. Diese Kapital- und Machtkonzentration, der auch im Bankwesen sich durchsetzende allgemeine Drang zum Großbetrieb,

*) Vgl. hierzu Model, Die großen Berliner Effektenbanken, Jena 1896, eine sehr fleißige Verarbeitung von Geschäftsberichten; ferner die trotz ihrer feuilletonistischen Darstellung und ausgesprochener Tendenz beachtenswerte Schrift Lindenbergs, 50 Jahre Geschichte einer Spekulationsbank, Berlin 1903.

hat, unterstützt durch die noch zu besprechende Gestaltung des Emissionsgeschäfts und einige fehlerhafte Maßnahmen der Gesetzgebung, eine starke Zersetzung des kleinen Bankiergeschäfts sowie die Aufsaugung und Abhängigmachung zahlreicher kleiner und mittlerer Provinzbanken herbeigeführt. Dieser Prozeß erfüllt im wesentlichen die letzten zwei Jahrzehnte der deutschen Bankgeschichte und hat zu einer Bankorganisation geführt, welche durch die Durchführung des Grundsatzes der Arbeitsvereinigung und durch das Auswachsen einer Anzahl Kreditbanken zu Riesenunternehmungen ihr eigenartiges Gepräge erhält. Das führende Vorbild dieser Entwicklung stellen heute die Berliner Großbanken dar, die, in der Mehrzahl gestützt auf ein großes Aktienkapital, auf ein über das gesamte Reichsgebiet verzweigtes Netz von Filialen und Depositenkassen und auf große, von ihnen geführte Provinzkonzerne, sowohl das Emissions- wie das Depositengeschäft in größtem Umfange betreiben und durch das enge Verwachsensein mit der Industrie für große Teile der deutschen Volkswirtschaft eine schlechthin beherrschende Stellung einnehmen.

Diesen eigenartigen Stand der deutschen Bankorganisation vergegenwärtige man sich, wenn man die Stellung, welche die Börsen zu derselben einnehmen, und das allgemeine Verhältnis zwischen Börse und Banken einer eingehenderen Betrachtung unterziehen will.

Denn darüber kann kein Zweifel sein, daß die Ausgestaltung der Großbanken zu großen und ganze Wirtschaftszweige beherrschenden selbständigen Machteinheiten auch der inneren Verfassung und Kräfteverteilung der Börse ihren Stempel aufdrücken mußte. Sie hat innerhalb der Börse eine Wirkung ausgelöst, die sich als eine Verschiebung des wirtschaftlichen Schwergewichts zugunsten der Banken, im besonderen der Großbanken, darstellt, und ihr inneres Gefüge von Grund aus umgestaltete.

In der vorliegenden Arbeit hat sich der Verfasser die Aufgabe gestellt, zur Klärung dieser veränderten Verhältnisse dadurch beizutragen, daß er die Stellung der Banken auf dem Wertpapiermarkt in ihrer jetzigen Gestaltung unter besonderer Berücksichtigung der Berliner Großbanken näher zu beleuchten versucht. Es wird sich vornehmlich darum handeln, die Stellung der Banken zur Börse in denjenigen Beziehungen zu erfassen, welche für die Kennzeichnung ihres gegenseitigen Verhältnisses sich als die wesentlichen und wirtschaftlich bedeutsamen erweisen. Als solche kommen vor allem in Betracht das Emissionsgeschäft mit dem Wertpapierabsatz, der Wertpapierhandel der Banken auf eigene und fremde Rechnung und die Kreditierung der Börsenspekulation. Diese Dreiteilung liegt auch unserer Darstellung zugrunde. Im Vordergrunde steht dabei das Emissionsgeschäft, welches in dem Wechselspiel von Beziehungen zwischen Börse und Banken die grundlegende und volkswirtschaftlich beachtenswerteste Interessenver-

bindung darstellt. Nachdem wir die Tätigkeit der Banken als der Erzeuger und Leiter der zur Börse strömenden Wertpapiermassen und die Stellung, welche die Börse innerhalb der Organisation ihres Wertpapierabsatzes einnimmt, erörtert haben, soll die Rolle, welche sie auf dem Gebiete des regelmäßigen Wertpapierhandels und des Börsenkredits spielen, geschildert werden. Ein Schlußkapitel wird einem geschichtlichen Rückblick auf die Entstehung und Entwicklung der Börsenbeziehungen der Banken dienen.

Erster Abschnitt.

Das Emissionsgeschäft.

Wenn die Regierung eines Staates, ein anderer öffentlicher Verband oder ein dem Gewerbe-, Handelsbetriebe oder Verkehr dienendes großes Aktienunternehmen sich in die Lage versetzt sieht, eine Anleihe zur Beschaffung von Deckungsmitteln für bestimmte außerordentliche Aufwendungen aufzunehmen, so kommt es nur in seltenen Fällen vor, daß man sich unmittelbar an das sparende Publikum wendet, um die auszugebenden Schuldverschreibungen zum Verkaufe zu bringen. Im Gegensatze zu der in England herrschenden Praxis, wo die Banken auf jede Emissionstätigkeit grundsätzlich verzichten*), schiebt sich in Deutschland zwischen Geldentleiher und Gelddarleiher meist ein vermittelndes Glied ein: das Emissionshaus. Es gilt allgemein als zweckmäßig und bequem, sich an ein solches Bankunternehmen zu wenden, das die Anleihe zu einem vereinbarten Kurse übernimmt und ihren Weiterverkauf besorgt. In ähnlicher Weise wie bei der Aufnahme von Anleihen ist es Regel, daß die Gründung von neuen industriellen Unternehmen in der Form der Aktiengesellschaft sowie die Umwandlung bereits bestehender in diese Form, soweit es sich um solche von größerem Umfange und Kapitalbedarf handelt, nicht ohne die Unterstützung und Mitwirkung einer Bank vollzogen wird. Diese hier näher zu betrachtenden Geschäfte der Banken, die nicht die Entgegennahme und das Ausleihen von Geldern in den Formen des sog. regulären und meist kurzfristigen Kreditgeschäfts zum Ziele haben, sondern welche der Vermittlung dienen zwischen den kapitalsuchenden Unternehmern und Anleiheschuldnern einerseits und dem Wertpapieranlage suchenden Kapitalistenpublikum andererseits, werden sowohl vom Sprachgebrauche als auch von der wissenschaftlichen Terminologie mit einem Namen als Emissionsgeschäfte im weiteren Sinne zusammengefaßt.

Für die Vermittlungstätigkeit der Bank im Emissionsgeschäfte bieten sich ihr zwei Möglichkeiten. Der erste seltenere Fall ist der, daß die Bank sich scheut, überhaupt irgendeine eigene Verlustgefahr einzugehen, die Papiere gegen eine vereinbarte Vergütung in Verkaufskommission übernimmt und an der Börse einführt. Der zweite häufigere und für uns wichtigere Fall ist die

*) E. Jaffé, Das englische Bankwesen. Leipzig 1910. 2. Aufl. S. 6.

Uebernahme auf eigene Rechnung und Gefahr, entweder in ihrem ganzem Betrage oder zu einem Teile auf Wahlrecht.

Das Emissionsgeschäft der Banken auf eigene Rechnung sondert sich scharf in zwei bestimmte Geschäftsvorgänge:

1) die Uebernahme der zu emittierenden Aktien und Obligationen,
2) der Vertrieb derselben an das Publikum.

Das Börseninteresse der Banken läßt sich nicht abschließen auf den engen Rahmen, welcher lediglich die Tätigkeit der Bank am Börsenplatze umspannt. Es ist notwendig, die allgemeinen volkswirtschaftlichen Interessenzusammenhänge, welche in der Börse einen gemeinsamen Berührungspunkt finden, zu berücksichtigen. Die Eigenart der einzelnen von den Banken betriebenen Emissionsgeschäfte ist für ihre jeweilige Stellung zur Börse von oft entscheidender Bedeutung und es kann an ihr nicht vorübergegangen werden. Für die Zwecke unserer Betrachtung, welche die Börsenbeziehungen der Banken im Auge hat, genügt es, die wesentlichen Grundzüge der einzelnen Emissionsgeschäfte ganz kurz zu kennzeichnen. Die Emission im engeren Sinne, die auf den Absatz der Papiere gerichtete Tätigkeit, steht hierbei im Vordergrunde.

Die in der Literatur übliche Einteilung der Emissionsgeschäfte in Anleihe-, Konversions-, Gründungs- und Umwandlungsgeschäfte usw. ist eine mehr äußerliche, zum Teil rein technische. Für die planvolle Gliederung vorbildlicher volkswirtschaftlicher Vorgänge ist der Unterschied der Wirtschaftssubjekte wichtiger als der Unterschied in der Form. Für die Einteilung der Emissionsgeschäfte ist daher volkswirtschaftlich der Unterschied vor allem bedeutsam, wer Geld beansprucht. Hieraus ergeben sich die folgenden zwei Obergesichtspunkte:

1) das Emissionsgeschäft mit dem Staat und mit öffentlichen Verbänden, — das staatlich-kommunale Emissionsgeschäft;
2) das Emissionsgeschäft mit Industrie und Handel i. w. S. — das industriell-kommerzielle Emissionsgeschäft.

I. Die staatlich-kommunale Emission, d. h. diejenige der Staaten und öffentlichen Körper, wie Provinzen, Gemeinden vollzieht sich ausschließlich in Form des Anleihegeschäfts. Das Anleihegeschäft ist ein Kreditgeschäft und bedeutet vom Standpunkte der Banken die Uebernahme verzinslicher Schuldverschreibungen eines öffentlichen Verbandes oder eines privaten Unternehmens gegen Hingabe von Geld. Die Weiterveräußerung der übernommenen Werte an das anlagesuchende Publikum ist zwar ein von der Anleiheübernahme getrennter Akt, steht jedoch mit dieser in so engem Zusammenhange und ist so sehr wirtschaftliche Folge und Notwendigkeit der Uebernahme, daß sich deren gemeinsame Betrachtung im Sinne einer einheitlichen und für sich

abgeschlossenen Bankoperation nicht völlig umgehen läßt. Das weniger hervortretende industriell-kommerzielle Anleihegeschäft soll erst in dem folgenden Teile dieses Abschnittes berührt werden.

Das Verhältnis zwischen Geldnehmer und Geldgeber ist naturgemäß von der Qualität und wirtschaftlichen Kraft jedes der beiden Teile entscheidend bestimmt. Vor allem ist die Kreditwürdigkeit des Schuldners für die Ergebnisse der Erwägungen, welche die Leitung einer Bank in den Anleiheverhandlungen anzustellen gewohnt ist, von großer praktischer, meist ausschlaggebender Bedeutung und für kleinere Anleiheschuldner zuweilen schmerzlich fühlbar. Die Stellung großer, finanziell gefestigter Staaten und Körperschaften, deren Schuldverschreibungen als beste Anlagewerte des Kapitalistenpublikums beliebt und gesucht sind, ist dagegen eine ziemlich günstige und unabhängige. Vor allem deshalb, weil einem finanziell kräftigen Schuldner die Unterbringung der Wertpapiere auch allein möglich ist und er daher leicht auf die Mitwirkung privater Kreditanstalten verzichten kann. Durch das Spielenlassen seines staatlichen und behördlichen Apparats ist ihm ein direkter Appell an den Anlagemarkt ebenso leicht möglich, wie durch die Unterstützung der von ihm geleiteten oder abhängigen Banken die Einführung an den Börsen. Von einem Ausgeliefertsein der Willkür der Geldgeber, wie es bei kleineren Körperschaften unter Umständen wohl möglich ist, kann bei der Regierung eines mächtigen Staates keine Rede sein. Ihr Einfluß auf die Gestaltung der Anleihebedingungen ist oft ein so großer, daß die Bank oder das Bankkonsortium sich mit sehr geringem Gewinn begnügen muß und ihre Mitwirkung zuweilen mehr Sache des Ruhmes als des unmittelbaren Geschäftsgewinnes ist. Eine einseitige und autoritative Festsetzung der Uebernahmebedingungen durch die Regierung, eine vorsichtige und richtige Anpassung an die Verhältnisse des Kapital- und Geldmarktes vorausgesetzt, ist nicht selten und zeigt, wie leicht einem Staat mit geordneter Finanzwirtschaft die Begebung von Anleihen auch ohne Bankhilfe sein kann. Die Gründe, welche die Mehrzahl der Regierungen dennoch veranlassen, auf den unmittelbaren Verkehr mit dem Publikum zu verzichten und in Verbindung mit Emissionsbanken zu treten, liegen wenigstens in den normalen Zeiten weniger auf dem Gebiete wirtschaftlicher Notwendigkeit als auf dem bureaukratischer Bequemlichkeit. Die Mitwirkung von Banken bei der Anleihebegebung auch finanziell festgegründeter Staaten gilt als ein selbstverständliches und nicht gern entbehrtes Mittel. Der Staat überläßt der Bank als der in der Börsentechnik erfahrenen und mit den Verhältnissen des Anlagemarktes gut vertrauten Freundin die Unterbringung der Schuldpapiere.

Für die Organisation des Wertpapierabsatzes ist vor allem folgendes Moment von Wichtigkeit. Die großen Anleihegeschäfte sind heute in der Regel Konsortialgeschäfte. Angesichts der gewaltigen Höhe der Kapitalien, welche gewöhnlich in Betracht

kommen, erscheint der einzelnen Bank das Wagnis, auch nur für voraussichtlich kurze Zeit einen erheblichen Teil ihrer Mittel in Wertpapieren eines Schuldners festzulegen, zu groß und ihre stetige Zahlungsbereitschaft beeinträchtigend. Im Interesse der Risikoverteilung und größtmöglicher Sicherheit der Durchführung des Geschäfts vereinigt sich eine Anzahl von Banken zu einem Konsortium oder Syndikat, um unter Leitung eines ihrer hervorragenden Mitglieder, des Syndikatführers, die Anleihe auf gemeinsame Rechnung zu übernehmen und ihre Weiterveräußerung zu besorgen. Die Leistungsfähigkeit einer ganz kleinen Bank reicht nicht dazu aus, um einen Anleihebetrag von mehreren Millionen zu übernehmen. Die gewaltige Entwicklung des Anleihewesens sowohl der Staaten wie der Gemeinden hat die deutschen Banken vor Aufgaben gestellt, die von den kleineren und mittleren Banken und Bankiers nicht mehr zu bewältigen waren, und die großen kapitalkräftigen Unternehmungen der Hauptstadt zu den eigentlichen Trägern des großen Anleihegeschäfts gemacht. Das gemeinsame und geschlossene Auftreten der kleinen Banken und Bankiers bei Vergebung staatlicher Anleihen — das einzige Mittel, welches zur Abwehr der überlegenen Konkurrenz einige Aussicht auf Erfolg bot und durch welches man vielleicht einen Teil des Anleihegeschäftes für sich hätte retten können, — ist bei uns kaum jemals ernsthaft versucht worden. Man hat nicht mit Unrecht gesagt, daß die Emissionsgeschäfte, welche heute den kapitalschwächeren Gliedern im Bankgewerbe geblieben sind, nichts anderes sind als die Brosamen, welche ihnen von den Tischen der großen Herren zufallen. Dieser Satz gilt auch vom öffentlichen Anleihegeschäft, besonders aber vom staatlichen. Die schwächeren Unternehmungen sind, wenn sie ihre Emissionstätigkeit über die Grenzen des kleinen kommunalen Anleihegeschäfts hinaus ausdehnen wollen, darauf angewiesen, die Gunst eines mächtigen Freundes sich zu erwerben.

Die Errichtung des Syndikats erfolgt meist in der Art, daß das Direktorium einer Großbank ein Gebot auf die Anleihe ausarbeitet und den anderen Banken Beteiligungen anbietet. Die zur Beteiligung eingeladene Bank wird sich in der Regel scheuen, es auf eine Ablehnung ankommen zu lassen, weil sie sonst Gefahr läuft, bei anderer und günstigerer Gelegenheit übergangen zu werden oder selbst bei Leitung eigener Anleiheoperationen eine Ablehnung zu erfahren. Das Bankhaus, das die Anregung zum Geschäft gab, übernimmt neben der Leitung der Anleiheverhandlungen die des Verkaufs und die Führung der Gesellschaftsrechnung. Nach dem Zustandekommen des Syndikats der Hauptbeteiligten ergeht dann an die befreundeten und abhängigen kleineren Banken die Einladung zur Beteiligung mit bestimmten Teilen zum Zwecke weiterer Verringerung der Verlustgefahr und der Interessierung eines möglicht großen Teiles der Bankwelt für das Geschäft.

In der Aufforderung zur Beteiligung wird meistens die Gewährung einer Vergütung, die bei der Abnahme der Stücke vom Emissionskurs abgezogen wird, in Aussicht gestellt. Der Zweck, die Unterbeteiligten am Absatze finanziell zu interessieren, wird durch die Vergütung leicht erreicht, und bei etwas reichlicher Bemessung derselben gelingt es auch, Wertpapiere von zweifelhafter Qualität, die man dringend abzustoßen wünscht, durch geeignete Empfehlung beim Publikum unterzubringen. Bei Pfandbriefen ist diese Praxis hinreichend bekannt. Außerhalb des Konzerns stehende Banken und Maklerfirmen, die sich zur Vermittlung von Zeichnungen bereit erklären, erhalten eine besondere Emissionsprovision.

Die häufige Wiederholung gemeinsamer Anleiheabschlüsse hat vielfach dazu geführt, daß die ad hoc betriebene Konsortialvereinigung die Formen dauernder Gruppenbildung annahm und sich feste überlieferte Geschäftsbeziehungen zwischen den Teilnehmern herausbildeten. Gewisse Anzeichen einer entgegengesetzten Tendenz sind jedoch neuerdings bemerkbar. Die Steigerung ihrer Leistungsfähigkeit und Macht veranlaßt einzelne Großbanken, Anleiheabschlüsse mit einheimischen und fremden Staaten selbständig zu versuchen und lediglich unter Beibehaltung der Unterbeteiligung gewinnreiche Emissionsgeschäfte für sich allein vorzubehalten. Das Beispiel der Uebernahme von 75 Millionen Mark Reichsanleihe und 125 Millionen Mark Preußische Staatsanleihe im Jahre 1899 durch die Deutsche Bank ist bekannt.

Neben der Absicht der finanziellen Entlastung ist vor allem die Sorge um das Gelingen der Wertpapierunterbringung eine der Triebkräfte, welche den Banken die Bedeutung und Zweckmäßigkeit einer derartigen meist über das Einflußgebiet einer einzelnen Bank hinausreichenden Organisation des Wertpapierverkaufs nahelegt. Die starke Ueberfüllung des deutschen Anleihemarktes, die scharfe Konkurrenz von Pfandbriefen und Dividendenwerten, die Aufnahme eines großen Teiles ausländischer Staatsanleihen in Deutschland hat in den Bankleitungen die Erkenntnis der Schwierigkeiten gefestigt, die der rechtzeitigen und vorteilhaften Begebung der öffentlichen Anleihen im Wege stehen, und man ist sich darüber klar, daß es großer Sorgfalt der Vorbereitung und strenger Einheitlichkeit und Planmäßigkeit des Verkaufs bedarf, um einen Mißerfolg auszuschließen. So sehen wir denn in der Tat als eine der bemerkenswertesten Erscheinungen des Emissionsgeschäftes, daß es einem großen Teile der Banken gelungen ist, durch gegenseitigen Zusammenschluß, Verständigungen, Abgrenzung der Interessengebiete und teilweise monopolistische Ausnutzung ihrer großen Kapitalmacht eine planvolle Organisation der Wertpapieremission zu schaffen, ein Vorgang auf dem Gebiete des Bankwesens, der durchaus entspricht jenem Zuge des Zusammenschlusses und der Organisation gleichartiger Interessen, den wir auf anderen Gebieten der Volkswirtschaft beobachten können. Die straff einheit-

lich geleitete Organisation des Absatzes verfolgt das Ziel, dessen Erfüllung im allgemeinen jede Verkäuferorganisation anstrebt: die Anpassung der Produktion an den Bedarf, die Regelung des Angebots gegenüber der Nachfrage. Sie will das Angebot an neugeschaffenen Werten mit den wechselnden Anforderungen des Wertpapiermarktes in Einklang bringen und durch ein planmäßiges Abschieben der Bestände die Verluste vermeiden, die ein plötzliches massenhaftes Anbieten verursachen. Die Bedeutung, welche eine solche Vereinheitlichung des Verkaufs für die Machtstellung der Banken an der Börse besitzt, liegt zutage. Große Massen gleichartiger Wertpapiere würden ohne diesen Zusammenschluß verschiedener Banken gleichzeitig angeboten, ihr Kursniveau würde gedrückt und ihre Gewinne geschmälert. Die Beschränkung oder teilweise Aufhebung der freien Konkurrenz auf dem betreffenden besonderen Teile des Wertpapiermarktes beseitigt für sie diese Nachteile.

Die Tätigkeit und Beihilfe der Bank an der Börse soll die erfolgreiche Durchführung der Anleiheoperation wirksam unterstützen. Die zweckmäßige und geschickte Einwirkung auf die Kursgestaltung soll bei einer nicht sehr aussichtsvoll erscheinenden Anleihe zum glücklichen Gelingen beitragen.

Der Börsenkurs der Anleihe gilt in der Oeffentlichkeit als wichtiger Maßstab für die Beurteilung der Kreditwürdigkeit des Schuldners. Eine Steigerung der Kurse bedeutet eine Verbilligung des inneren Zinsfußes seiner Schuldpapiere und damit eine Verbesserung seiner Stellung auf dem Anleihemarkte. Bei einer Inanspruchnahme des Geldmarktes mit neuen Anleihen ist er dann in der Lage, weniger Zinsen zahlen zu müssen. Sein Kredit ist gestiegen, Geld ist für ihn jetzt billiger zu erhalten.

Um die Erhöhung und Befestigung des Kursniveaus bemühen sich daher der Staat und die mit ihm befreundete Bank in gleichem Maße. Der Staat seinerseits sucht dieses Ziel mit den ihm zur Verfügung stehenden staatlichen Machtmitteln zu erreichen im Wege von Gesetzgebungs- und Verwaltungsmaßregeln, welche auf Vermehrung und Erleichterung der Anleihekäufe hinzielen. Seine Bemühungen sind in dieser Richtung die wirksameren. Die Gehilfin, welche er auf dem Gebiete der Anleihetechnik und des Börsenwesens nicht gern entbehrt, ist die Bank. Ihre Aufgabe ist das, was man zuweilen „Manipulierung des Marktes“ nennt. Das Emissionshaus sucht durch seine Börsentätigkeit für die Zeit, innerhalb deren die Ausgabe der neuen Anleihe oder die eventuelle Konvertierung der alten sich abspielen soll, den Kurs der Schuldverschreibungen langsam und möglichst unauffällig in die Höhe zu treiben. Das hauptsächliche Mittel, das ihr hierzu zu Gebote steht, ist der allmähliche und anhaltend durchgeführte Rückkauf eines Teiles der alten Anleihe vor der Neuemission. Die vermehrte und planmäßig betriebene Nachfrage wirkt belebend auf den Kurs.

Der Betrag der Neuemission wird deshalb gern über dem eigentlichen Geldbedarf bemessen und die überschüssigen Summen für die Deckung der von der Bank vorzunehmenden Käufe zur Hebung der Kurse verwendet. Ist es gelungen, den Kurs auf den nach Ansicht der Bank erreichbaren Stand zu heben, so tritt der Staat mit der Anleiheabsicht an die Oeffentlichkeit. Die Obliegenheiten, welche die Bank im Interesse des Staatskredits und ihres eigenen Nutzens zu erfüllen sucht, sind für ihre Stellung zum Schuldner Staat, für ihre unzweifelhafte Ueberlegenheit und Gewandtheit in Börsendingen gegenüber dem schwerfälligeren, bureaukratischen Apparat der Staatsregierung nicht uninteressant, für ihre Machtstellung auf dem Wertpapiermarkte ohne größere Bedeutung.

II. Das industriell-kommerzielle Emissionsgeschäft ist das der privaten Industrie, dem Handel und Verkehr zugute kommende. Es bedient sich zum größeren Teile der Form der Dividendenpapiere, zum geringeren der Obligationenform. Im Gegensatze zu der Stellung der Banken auf dem Markte der öffentlichen Anleihen, auf dem, wie wir sahen, ihre Rolle eine verhältnismäßig bescheidene ist, bildet die Schaffung und Herausgabe von Industriepapieren dasjenige Gebiet, das man, wenn auch mit einigen Einschränkungen, als die eigentliche Domäne des Bankeinflusses bezeichnen kann. Da das industrielle Emissionsgeschäft einem großen Teile der ganzen folgenden Darstellung zugrunde liegt, so können wir uns an dieser Stelle auf einige wenige Vorbemerkungen allgemeiner Natur beschränken. Der besondere Zweig des kommerziellen Anleihegeschäfts, der der Pfandbriefemission, wird außerhalb unserer Betrachtung bleiben.

Die verschiedenen Arten der Emissionstätigkeit der Banken, Neugründungen, Umgründungen, Kapitalerhöhungen, Ausgabe von Schuldverschreibungen bis zum einfachen Einführungsantrag an der Börse finden in der großen Mehrzahl der Fälle ein gemeinsames Merkmal in einer von der Bank geleiteten Einführungsaktion der Wertpapiere in die Anlage und den Verkehr. Die Regel bildet auch hier die Uebernahme der Aktien oder Schuldverschreibungen auf eigene Rechnung und Gefahr. Der Gewinn, den die Bank oder das Konsortium dabei erzielt, besteht hauptsächlich in dem Unterschied des Uebernahme- und des Veräußerungspreises. Das eigentliche Gründungsgeschäft ist gegenüber dem von den Banken wegen seiner geringeren Verlustgefahr bevorzugten Umwandlungsgeschäfte etwas in den Hintergrund getreten. Daneben spiegeln vor allem Kapitalerhöhungen und Börseneinführungen den Konzentrationsprozess der Industrie wider.

Auch beim industriell-kommerziellen Emissionsgeschäft besteht die Notwendigkeit, daß die Bank mit einer langfristigen Kapitalbindung rechnet. Der spekulative Charakter des Geschäfts ist hier noch ausgeprägter wie beim staatlich-kommunalen. Mag die Bankleitung in der Auswahl und Uebernahme auch die größte Vorsicht

und Sachkenntnis anwenden, die Möglichkeit von Mißgriffen und Verlusten läßt sich nicht völlig ausschließen. Stetige Verlustgefahr, aber auch hohe Gewinnmöglichkeit sind mit dem Wesen dieses Geschäfts verbunden. Manche Bankbrüche haben in unglücklicher Emissionstätigkeit ihre letzte Ursache, zahlreiche Banken legten aber auch im Emissionsgeschäft den Grund ihrer Größe. Der Charakter des Risiko- und zugleich Chancenreichen verleiht diesem Geschäft seinen besonderen Reiz und gibt der Betätigung leistungsfähiger Direktorenpersönlichkeiten ein weites Feld.

Im Aktienemissionsgeschäft übernimmt die Bank die vorläufige Aktionärrolle, bis es gelingt, dieselbe an das Kapitalistenpublikum abzugeben. Mit dem bloßen Abschluß der Gründungsaktion ist die Kapitalbeschaffung des Unternehmens meist keineswegs beendet, sie beginnt eigentlich erst danach. Für den größeren Teil der Aktien, soweit er noch nicht in festen Händen sich befindet, sucht die Bank im Wege der öffentlichen Subskription und der Börseneinführung neue und dauernde Aktionäre zu finden.

Der Entwicklung des industriell-kommerziellen Emissionsgeschäftes hat die deutsche Aktiengesetzgebung den Boden bereitet. Die Schaffung der leicht übertragbaren Inhaberaktie hat im Zusammenhang mit dem deutschen Wirtschaftsaufschwung seit der Reichsgründung einem unerhörten Triumphzug der Aktiengesellschaft die Wege geebnet und erwies sich damit zugleich als eines der mächtigsten Förderungsmittel der technisch-wirtschaftlichen Umwälzungen des letzten halben Jahrhunderts. Die schwer übersehbare Verflechtung der Interessen der Bankwelt mit denen der Industrie in ihrer jetzigen Stärke wurde hierdurch erst möglich gemacht. Die Wertpapierproduktion unserer führenden Industrien geht überwiegend durch die Hände der großen Kreditbanken, welche die eigentlichen Träger der industriellen Emissionstätigkeit geworden sind.

Die Organisation des Absatzes, soweit sie die Konsortialvereinigung angeht, ist in den Grundzügen gleich der beim staatlich-kommunalen Emissionsgeschäft geschilderten. Immerhin bestehen für die Beteiligung kleiner und mittlerer Provinzbanken und Bankiers hier noch mehr Aussichten wie beim staatlichen Anleihegeschäft, weil hier die Geltendmachung persönlicher Faktoren und die Berücksichtigung der besonderen Bedürfnisse örtlicher Industrien leichter möglich ist, ferner aber auch, weil es sich größtenteils um erheblich geringere Summen handelt als bei den großen Anleihen. Die alleinige Uebernahme der Emission ohne Syndikathilfe und eine lebhafte Beteiligung der provinziellen Kredithäuser ist hier daher häufiger.

Zerstreute Nachfrage läßt sich nicht durch zentralisiertes Angebot befriedigen. Einer zerstreuten Nachfrage mußte sich das Wertpapierangebot der Banken in entsprechender Weise anpassen und zwar durch ihre territoriale Entfaltung. Außer dem

Vorteil großer Kapitalmacht besitzt die Mehrzahl der Großbanken vor den kleinen und mittleren Banken und Bankiers eine besondere Ueberlegenheit noch insofern, als sie vermöge eines über ganz Deutschland verbreiteten Netzes von Filialen, Depositenkassen und Wechselstuben, durch die Möglichkeit einheitlicher Leitung eines großen Beamtenkörpers und durch ihren Einfluß auf große und mächtige Provinzkonzerne über einen Abnehmerkreis verfügen, der regelmäßig und dauernd als Wertpapierkäufer auftritt und die Unterbringung großer Beträge erleichtert. Ein ausschließlich in Berlin konzentrierter Geschäftsbetrieb einer Großbank kann nicht nur die Festigkeit ihrer Industriebeziehungen lockern, sondern bringt auch für die regelmäßig befriedigende Begebung ihrer Emission Nachteile mit sich. Die Großbanken haben daher mit alleiniger Ausnahme der Berliner Handelsgesellschaft den Grundsatz örtlicher Zentralisation längst verlassen. Durch ihre dauernde Festsetzung in den provinziellen Bevölkerungs- und Wirtschaftszentren, durch die Ausübung eines ausgedehnten regulären Kreditgeschäfts und durch die enge Berührung mit den vermögenden und Wertpapiere kaufenden Bevölkerungsklassen in den verschiedenen Landesteilen schufen sie sich das für ihr Emissionsgeschäft unentbehrliche weitverzweigte Absatzgebiet. Sie vermochten hierdurch den dem Privatbankier eigentümlichen Vorteil, der in der persönlichen Raterteilung der Kunden bei der Wertpapieranlage und der Wertpapierspekulation liegt, bis zu einem gewissen Grad abzuschwächen. Der Einfluß, welchen eine so organisierte Großbank bei einheitlicher Leitung ihres geschäftlichen Apparates und des Gesamtkonzerns auf die Richtung der Wertpapiernachfrage im Interesse ihres Emissionsgeschäfts auszuüben vermag, ist für die Beurteilung ihrer Stellung zur Börse als wichtiger Faktor in Rechnung zu stellen.

Die Befriedigung der anlage- und betriebsmäßigen Kreditbedürfnisse der Industrie vollzieht sich in der Form des Kontokorrentgeschäfts wie der Wertpapieremission. Für das Verhältnis einer Bank zu einem industriellen Unternehmen bildet das Kontokorrentgeschäft den Angelpunkt*). Den Emissionen der Bank ist in der Regel die Gewährung von Kontokorrentkrediten vorangegangen. Seltener bedeutet die Emission erst die Anknüpfung geschäftlicher Beziehungen. Für das Wertpapiergeschäft einer Bank ist ein auf breiter Grundlage betriebenes Kontokorrentgeschäft insofern sehr wichtig, als es ihr eine rege und einträgliche Emissionstätigkeit sichert, gleichzeitig aber auch einen festen und zuverlässigen Abnehmerkreis zuführt. Dieser Kundenkreis ist deshalb besonders erwünscht, weil durch die dauernde Kontrolle der Umsätze eines jeden Kunden jederzeit die Möglichkeit gegeben ist, seinen Geschäftsgang sowie seine persönliche Leistungfähigkeit

*) Jeidels, Das Verhältnis der deutscheu Großbanken zur Industrie. Leipzig 1905. S. 33.

zu überschauen. Verschlechtert sich die finanzielle Lage des Kontokorrentkunden, so wird die Bank nicht zögern, in der Gewährung von Spekulationskredit Vorsicht zu üben.

Die Möglichkeit des Wechselspiels zwischen Kontokorrentgeschäft, Aktien- und Obligationenausgabe hat für die Bank erhebliche Vorzüge. Sie ist dadurch in der Lage, im Kontokorrentverkehr gewährte Kredite in Börsenwerte zu verwandeln, d. h. zu mobilisieren und von sich abzustoßen. Sie kann aus der Verbindung mit Unternehmungen, die sich als wenig rentabel erweisen und die vielleicht selbst den Keim des Unterganges in sich tragen, noch rechtzeitig sich zurückziehen und die angelegten Kapitalien in Sicherheit bringen. Die Umwandlung des laufenden Bankkredits in leicht veräußerliche Obligationen und die Rückzahlung der Bankschuld durch Kapitalerhöhung sind die Formen, in welchen sich diese Transaktion vollzieht. Die „Leidtragenden" sind in den letzteren Fällen die letzten Aktionäre oder Obligationäre, welche das Papier in ihrer Hand haben, wenn die wahre Lage des Unternehmens ans Tageslicht und in einem Kurssturz der Papiere zum Ausdruck kommt. Die Zulassung zur Börse schafft auch hier wieder jenen „breiten Markt", welcher sowohl guten wie minder guten Papieren von Vorteil ist.

Es soll natürlich nicht gesagt sein, daß die Umwandlung der Kontokorrentschuld in Börsenwerte mit einer Schädigung der Interessen des Publikums verbunden sein muß. Die Abstoßung kann aus Erwägungen erfolgen, die in den besonderen Bedürfnissen des Unternehmens und der Bank gerechtfertigt sind. Die Anfnahme und Pflege eines neuen Zweiges des Industriegeschäfts, die Interessen der Liquidität der Bank wie überhaupt ein größerer augenblicklicher Geldbedarf werden dabei mitspielen. Indessen liegt der Gedanke nahe, daß man in manchen Fällen die Abstoßung der gewährten Kredite erst dann ins Auge faßt, wenn man in den Verhältnissen des Unternehmens etwas als „faul" erkannt hat. Die neuen Werte werden mit Hilfe der Bank emittiert und die Zulassungsstelle nimmt, wenn man nicht gerade etwas Ungünstiges über das Unternehmen öffentlich verlautbart hat, in der Regel keine Veranlassung, die Emission zum Scheitern zu bringen.

Es ist jedoch mehr als eine Ausnahme zu betrachten, daß die Bank von einem industriellen Unternehmen ihre Hand zurückzieht. Die Tendenz des industriellen Bankgeschäfts ist die unmittelbar entgegengesetzte. Gerät das ihr nahestehende Unternehmen in finanzielle Schwierigkeiten, so pflegt die Bank durch tief einschneidende Rekonstruktionen es über Wasser zu halten. Ihre Beihilfe scheut auch nicht vor augenblicklichen Opfern zurück, wenn sie hierdurch einen guten Kunden sich erhalten kann. Jeidels*) faßt die Tendenz des industriellen Bankgeschäfts zusammen in den

*) Jeidels a. a. O. S. 50.

Worten: „Die Banken müssen eine industrielle Unternehmung von ihrer Geburt bis zu ihrem Tod, von der Gründung bis zur Auflösung begleiten, ihr bei allen gewöhnlichen und außergewöhnlichen finanziellen Vorgängen des gewerblichen Lebens helfend und ihrerseits profitierend zur Seite stehen.“ Diese Tatsache ist für das industrielle Emissionsgeschäft und mittelbar für die Stellung der Banken auf dem Wertpapiermarkte von stärkster Bedeutung und Wirksamkeit geworden. Ihre Rolle im regelmäßigen Wertpapierhandel, sowie die Qualität ihrer industriellen Emissionen wurden hierdurch nachhaltig beeinflußt.

III. Die Absatzmethoden. Die Veräußerung der übernommenen Wertpapiere ist diejenige Tätigkeit der Bank, welche sie meist in unmittelbare Beziehung zur Börse setzt. Von ihrer zweckmäßigen und geschickten Absatztätigkeit hängt es ab, ob der Ankauf der Papiere sich als vorteilhaft erweist oder nicht.

Von den Formen, welche in der Regel die Banken für den Absatz ihrer Emissionspapiere wählen, kommen vor allem in Betracht die Subskription und die Börseneinführung.

Der erstere Weg ist die Auflegung zur öffentlichen Subskription. Es erfolgt ein öffentlicher Massenausverkauf der Wertpapiere, ein einmaliges und stoßweises Angebot. Das Emissionshaus setzt für einen gewissen Betrag der Papiere, welchen es zu verkaufen gedenkt, einen bestimmten Preis fest, gibt diesen der Oeffentlichkeit bekannt und erläßt die öffentliche Aufforderung, Kaufangebote auf die ausgebotenen Papiere abzugeben. Die Abgabe der Kaufofferten vollzieht sich praktisch durch Ausfüllung und Zustellung der von der Bank ausgegebenen Zeichnungsscheine. Sie verpflichtet den Zeichner, bis zu dem von ihm selbständig festgesetzten Betrage Wertpapiere der bezeichneten Art zu übernehmen. In der Regel wird mit der Zeichnung die Stellung einer Kaution in bar oder in Wertpapieren gefordert, die einen geringen Prozentsatz der bezeichneten Summe beträgt. Die Kautionspflicht bezweckt, dem Emissionshause eine gewisse Sicherheit zu geben, daß die Zeichner zur Abnahme der gezeichneten Beträge wenigstens zu einem Teil auch imstande sind. Zeichner, deren finanzielle Leistungsfähigkeit der Bank als unzweifelhaft bekannt ist, werden zuweilen von der ihnen lästigen Pflicht befreit.

Mit der Auflegung zur Subskription werden die Wertpapiere entweder gleichzeitig an der Börse eingeführt oder es wird von seiten des Emissionshauses ihre Zulassung in Aussicht gestellt. Im ersteren häufigeren Fall enthält der nach Vorschrift des § 38 des Börsengesetzes zu veröffentlichende Prospekt die Aufforderung zur Zeichnung und gleichzeitig die Genehmigung des Zulassungsantrags. Im letzteren Falle befindet sich gewöhnlich in der Zeichnungseinladung die Bemerkung, daß der Antrag auf Zulassung der Papiere zum Handel und zur Notierung gestellt werden

„soll". Eine Gewährschaft für die Zulassung zu geben, ist selbstverständlich die Bank nicht in der Lage. Daher ist auch die Genehmigung des Antrags oft zweifelhaft. Seine Ablehnung kann dabei zu einer erheblichen Schädigung der Interessen des Publikums führen. Diejenigen Personen, welche in fester Erwartung auf Zulassung zum Börsenhandel gezeichnet hatten, haben im Falle der Ablehnung des Antrags Papiere in der Hand, deren Veräußerung ihnen erschwert ist, weil sie nur einen beschränkten Markt besitzen. In seinem eigenen Interesse wie in dem der Allgemeinheit würde daher das Publikum handeln, wenn es gegenüber solchen Subskriptionen, bei denen ein Antrag auf Zulassung erst „in Aussicht genommen" ist und die vielleicht sogar innerhalb des Sperrjahres vorgenommen werden, sich allgemein ablehnend verhielte oder doch nur nach eingehender vorheriger Prüfung zur Zeichnung auf das Papier sich entschlösse. Der Mißbrauch vorzeitiger Subskription würde dann bald verschwinden. Die Versicherung des Emissionshauses, daß die Zulassung nachträglich nachgesucht wird, kann allerdings dann erklärt und entschuldigt werden, wenn die Vorbereitungen für die Einreichung des Antrags besonders zeitraubend sind. Fälle dieser Art können auch in Betracht kommen, wenn eine starke ausländische Konkurrenz vorhanden ist, wenn es sich um eine in verschiedenen Staaten auszugebende Anleihe handelt und ein durch schwierige Beschaffung der Unterlagen verursachter Zeitverlust das Gelingen der ganzen Finanzoperation in Frage stellt.

Bei einem einigermaßen guten Papier findet in der Regel eine Ueberzeichnung statt, die oft auf ein Vielfaches des zur Zeichnung aufgelegten Betrages anwächst. Die Emissionshäuser behalten sich in jedem Falle das Recht vor, die Höhe der gezeichneten Beträge nach freiem Ermessen festzusetzen und erforderlichenfalls einen Teil der Zeichner ganz ausfallen zu lassen. Die Grundsätze der Bank in der Zuteilung werden vor allem durch die Art und Zusammensetzung des Personenkreises bestimmt, welcher der Bank als Abnehmer bei der Subskription gegenübertritt. Dieser ist sehr verschiedener Natur, je nach den sozialen und wirtschaftlichen Verhältnissen, in welchen die Zeichner sich befinden, im besonderen nach dem mehr oder weniger engen Zusammenhang mit der Börse und mit dem Unternehmen selbst. In Betracht kommen dabei auch die der Gesellschaft und der Bank nahestehenden Personen, Direktoren, Aufsichtsräte, Vorbesitzer des Unternehmens, Angestellte usw. Sie können neben der Berufsspekulation als die sachkundigsten Kreise unter den Zeichnern angesehen werden. Sie sind in hervorragendem Maße befähigt, die gegenwärtige Lage des Unternehmens und seine Aussichten für die Zukunft zu überblicken, und beteiligen sich sowohl als Anlagesuchende wie auch als Träger wohl erwogener, langsichtiger Spekulationen. Von praktischer Wichtigkeit für die Emissionshäuser sind besonders folgende zwei Arten von Zeichnern:

1. Solche, welche die Wertpapiere zum Zwecke dauernder Vermögensanlage zu erwerben wünschen und denen der Genuß der Jahreserträgnisse im Vordergrund steht.
2. Solche, die in spekulativer Absicht zeichnen, d. h. durch späteren günstigen Verkauf der angekauften Papiere einen Vermögensgewinn zu erzielen hoffen, denen jedoch der Bezug der Zinsen oder Dividenden von geringer Bedeutung ist.

Die letzteren, die sogen. Konzertzeichner beteiligen sich in größtem Umfange an den Zeichnungen. Ihrer Beteiligung ist es vor allem zuzuschreiben, wenn Zahl und Höhe der Zeichnungen oft dermaßen anschwellen, daß ihre Befriedigung völlig ausgeschlossen ist. Die Ueberzeichnung ist vor allem für den ersten Eindruck des Zeichnungserfolges von Bedeutung. Es ist eine Erfahrung, welche die Emissionshäuser seit jeher zu beobachten und auszubeuten Gelegenheit gehabt haben, daß die Tatsache der Ueberzeichnung für die Heranziehung weiter Kreise des Publikums anstachelnd wirkt. Manche bisher noch unschlüssige Kapitalisten, welche in den großen Handelszeitungen von dem gewaltigen Andrang der Zeichner lesen, glauben aus der Vielbegehrtheit des Wertpapiers auf seine Zukunftsaussichten Schlüsse ziehen zu dürfen und lassen sich durch die Nachricht bestechen, für sich ebenfalls noch zu zeichnen.

Die Konzertzeichner ergänzen sich hauptsächlich aus der berufsmäßigen kleinen Börsenspekulation, aus Kreisen der Bankangestellten und deren Anhang, in geringerem Maße aus Teilen des spekulierenden Publikums. Sie sind Spekulanten à la hausse, ihr Ziel ist, den Börsenkurs des neu emittierten Wertpapiers durch starke Nachfrage während und nach der Subskription nach Möglichkeit in die Höhe zu treiben, um durch nachfolgende Verkäufe die Differenz der Kurse als Gewinn einzuheimsen. Sie gehen dann zum Teile mit Blanko-Abgaben zur Baissepartei über, um sich nach dem vorauszusehenden Kursfall durch Käufe „einzudecken". Die ansehnlichen Gewinne, welche den ersten Abnehmern namentlich von Industriewerten auf diese Weise zuflossen, haben zu einer regelmäßigen und beträchtlichen Beteiligung der Spekulation schon in der Zeichnung geführt.

Die Konzertzeichner sind den Emissionshäusern besonders deshalb unerwünscht, weil ihre starke Beteiligung die Kurse des neuen Papiers beunruhigt und oft schroffen Schwankungen aussetzt. Die Haussespekulation wirft die Papiere nach Realisierung der Gewinne wieder auf den Markt. Die Folge ist ein Nachgeben der Kurse vielleicht sogar unter den Zeichnungspreis und eine Gleichgültigkeit der Börse gegenüber dem Papier, die zu der vorhergehenden Nachfrage und hoffnungsfreudigen Stimmung in grellem Gegensatze steht. Die Konzertzeichner rechnen auch damit, daß die auf ihren Emissionskredit bedachten Banken den Kurs der

neuen Werte nicht unter den der Emission fallen lassen und die Papiere zu hohen Kursen wieder aufnehmen. Es ist verständlich, wenn die Emissionshäuser sich bemühen, diesen Mißbräuchen energisch zu Leibe zu gehen und durch Eindämmung der Konzertzeichnungen es vermeiden wollen, aus ihrer Tasche die Gewinne der Spekulation zu bezahlen. Das Mittel, durch Fallenlassen des Kurses die Haussespekulation aufs Trockne zu setzen und ihnen die Lust zu weiterer Konzertzeichnung auf einige Zeit zu verleiden, ist zu kostspielig und zu gefahrvoll, als daß es öfters angewandt werden könnte, und kommt nur bei hochangesehenen Häusern überhaupt in Betracht. Am wirksamsten ist es auf jeden Fall, sie vom Anfang an von der Beteiligung fernzuhalten. Spekulativ erscheinende Zeichnungen werden bei der Zuteilung nicht oder nur wenig berücksichtigt und ungünstiger behandelt als die, welche aus Kapitalistenkreisen herrühren. Die Kriegführung des Emissionshauses gegen die Konzertzeichner wird dadurch noch erschwert, als es sich um einen schwer zu fassenden Gegner handelt. Bei vielfacher Ueberzeichnung ist es wohl der Bank ein leichtes, einen genügend weiten Kreis von Zeichnern zu finden, bei denen die Absicht reeller Vermögensanlage unzweifelhaft ist, und den großen Teil des Emissionsbetrags in festen Händen unterzubringen. Betreibt die Bank ein umfangreiches Kontokorrentgeschäft, so fällt es ihr nicht schwer, die Zeichnungen ihrer zahlreichen Kunden auf ihre Ernsthaftigkeit zu prüfen. Ist jedoch die Ueberzeichnung keine besonders starke und der Zeichnungserfolg überhaupt nicht besonders befriedigend, dann ist die Unterscheidung zwischen Anlage- und Konzertzeichnung mühevoller und es fällt schwer, den Schwarm der Konzertzeichner wirksam abzuschütteln.

Immerhin haben die Konzertzeichner für das Emissionshaus auch gewisse Vorteile. Zunächst insofern, als sie zum guten Teile Träger der sogen. „Stimmungsmache“ sind, die für jedes Emissionshaus von sehr realer Bedeutung ist. Ferner kann durch ihren Hinzutritt ein tatsächlicher Mißerfolg der Emission, also mangelndes Interesse des anlagesuchenden Publikums, an dem der Bank in erster Linie gelegen ist, leicht verschleiert werden. Zahlreiche Konzertzeichnungen bedeuten für ein Papier wenigstens für die erste Zeit eine Erweiterung des Marktes, des Interessentenkreises, und zwar nicht allein durch den Hinzutritt der Personen der Konzertzeichner selbst, sondern auch durch die von ihnen mittelbar geförderte Ueberzeichnung, deren äußerer Erfolg und reklamehafte Ausbeutung eine günstige Beurteilung in der Presse, im Publikum und auch an der Börse leicht erzeugt und die Nachfrage weiter belebt. Mögen daher auch mannigfache Gründe für die Bevorzugung des sogen. seriösen Publikums und die Nichtberücksichtigung der Konzertzeichner sprechen und die Bank solchen Erwägungen Rechnung tragen, so kann es doch nicht in ihrem Interesse liegen, eine Politik auf völlige und dauernde Ausschaltung der kleinen Börsenspekulation bei der Subskription zu treiben.

Hierzu tritt aber noch eine andere Erwägung allgemeiner Art. Obwohl die Funktionenen, welche die Konzertzeichner durch die zeitweilige Uebernahme größerer Wertpapiermassen erfüllen, für die ernsthaften Kapitalisten meist eine Verteuerung und teilweise Entziehung des Materials bedeuten, müssen sie jedoch auch als ein Teil derjenigen der Wertpapierspekulation überhaupt betrachtet werden und können daher volkswirtschaftlich zuweilen auch nützlich wirken*). Große Wertpapier-, namentlich Anleihebeträge unterzubringen, ist eine Aufgabe, deren Lösung einer Bank nicht über Nacht möglich ist. Oft gelingt es ihr nur für einen Teil der von ihr emittierten Werte bereitwillige Kapitalistenhände zu finden. Das dem Markte zur Verfügung stehende Leihkapital ist oft knapp. An gewissen Tagen wendet sich die Nachfrage der Kapitalisten ganz einseitig bestimmten Wertpapiergebieten zu, während auf anderen Gebieten kein neues Anlagebedürfnis sich geltend macht. Der Anlagemarkt bedarf da zuweilen auch der Mitwirkung der Konzertzeichner. Auch die Bank kann Interesse an ihnen gewinnen, wenn die Emission zu scheitern droht. Die Konzertzeichner schieben sich zwischen Bank und Publikum ein, nehmen schon bei der Subskription in der Hoffnung auf einen gewinnbringenden Weiterverkauf diejenigen Beträge auf, für die augenblicklich das Anlagebedürfnis fehlt, und halten sie so lange in der Schwebe, bis sie ihre endgültigen Käufer gefunden haben. Sie bilden als ein Teil der Börsenspekulation überhaupt ein vermittelndes Glied zwischen der Produktion der Wertpapiere und ihrem Konsum, d. h. ihrer für längere Zeit vorgesehenen Zurückziehung aus dem Markte.

Als hauptsächlichstes Mittel, die Konzertzeichner fernzuhalten und das seriöse Kapitalistenpublikum zur Beteiligung heranzuziehen, dient vor allem die Bevorzugung des letzteren. Seit Ende der achtziger Jahre finden wir in den Prospekten die Klausel, daß die Zeichner bei der Zuteilung und den Zahlungsbedingungen bevorzugt werden, die sich verpflichten, die erworbenen Wertpapiere eine Zeitlang nicht an den Markt zu bringen. Die Bank fordert die Deponierung der zugeteilten Stücke oder die der nächstfälligen Dividendenscheine, ohne welche die Stücke an der Börse nicht lieferbar sind. Die Sperrpflicht bedeutet für das Publikum einen Verzicht auf das Veräußerungsrecht über das Papier für mehrere Monate, oft ein halbes oder ein ganzes Jahr. Man mag die Initiative zur Einführung der Sperrfrist dem Emissionshaus oder den Zeichnern zuschreiben, zweifellos ist, daß die Uebernahme einer derartigen Verpflichtung für längere Zeit eine ziemlich weitgehende Einschränkung der Verfügungsfreiheit des Wertpapierbesitzers über sein Vermögen bedeutet. Ein Umschwung der all-

*) Vergl. hierzu die gegensätzliche Auffassung in Prion, Die Preisbildung an der Wertpapierbörse. Leipzig 1910. S. 50—51, einer dankenswerten Schrift, welche auch dem Verfasser dieser Arbeit, wie ausgesprochen werden muß, einige wertvolle Anregungen und Voraussetzungen gegeben hat.

gemeinen Wirtschaftslage setzt die Kurse der Papiere starken Schwankungen aus, ohne daß er in der Lage ist, seine Verfügungen danach zu treffen. Einer drohenden als sicher vorauszusehenden Entwertung der Papiere muß er untätig zusehen. Erst wenn die Sperrfrist abgelaufen ist, erhält er die Verfügungsfreiheit über seine Papiere zurück. Der Wechsel im Wirtschaftsleben hat dann vielleicht eine anhaltende Depression erzeugt, welche den Kursstand der Papiere dauernd herabdrückt. Die Folge für ihn ist ein Vermögensverlust, dem er entgangen wäre, wenn er zu der Zeit, als der wirtschaftliche Niedergang einsetzte, die Freiheit der Entschließung gehabt hätte. In Zeiten stark ansteigender Konjunktur macht sich das Bedürfnis nach Realisierung der Kursgewinne so stark geltend, daß die Sperrzeichner auch vor dem Bruch des von ihnen eingegangenen Vertrags nicht zurückschrecken. In einer aufwärtsgehenden Börsenbewegung besteht daher im freien Verkehr zuweilen ein erheblicher Handel mit Sperrstücken, wenn auch die Kurse, die für gesperrte Stücke bewilligt werden, sich beträchtlich unter den offiziell notierten bewegen. Es ist erklärlich, wenn nach Ablauf der Sperrfrist ein starker Verkaufsandrang in den bisher gesperrten Stücken einsetzt. Die Absicht, welche das Emissionshaus mit der Sperrpflicht verbindet, kann dann insofern durchkreuzt werden, als die Notwendigkeit, einen drohenden Kursfall durch Interventionskäufe zu verhüten, nicht beseitigt, sondern nur um die Sperrzeit hinausgeschoben wird. Der Verkaufsandrang nach dem Sperrablauf zeigt aber auch, daß die Sperrzeichnungen keineswegs allein vom Anlagekapital herrühren, daß auch die Beteiligung spekulativer Elemente sich nicht ganz umgehen läßt. Es handelt sich dann nicht um Konzertzeichner, die nach kurzer Zeit die gekauften Stücke wieder an den Markt abstoßen und zu einem längeren Durchhalten meist auch nicht in der Lage sind, sondern um langfristige Spekulationen kapitalkräftiger Elemente, welche glauben, daß die Kursentwicklung des Papieres nach oben noch länger als die übernommene Sperrfrist andauern wird und ihnen die Realisierung von Gewinnen noch gestattet. Da die Emission von Industriewerten gern in Zeiten wirtschaftlichen Aufschwungs vorgenommen wird, oft sogar, wenn der Höhepunkt der Konjunktur bereits erreicht ist, so gelingt es oft nicht, die übernommenen Stücke noch zur Zeit abzustoßen; für eine große Zahl der Sperrzeichner droht dann die Gefahr von Kursverlusten. Wenn den Sperrzeichnern vielfach ein etwas niedrigerer Zeichnungspreis für den Erwerb der Papiere gewährt wird als den Zeichnern mit Konzertcharakter, so bedeutet dies weniger eine Bevorzugung der ersteren als eine Benachteiligung der letzteren. Daß eine tatsächliche und absolute Preisermäßigung der emittierten Werte durch Uebernahme der Sperrpflicht herbeigeführt wird, ist schwerlich anzunehmen. Der Hauptvorteil, der dem Sperrzeichner aus seiner Verpflichtung erwächst, ist daher lediglich in einer besseren Behandlung in der Zuteilung zu finden. Die ihm bewilligte Preisermäßigung ist nur eine relative.

Wird schon die Stellung des Emissionshauses gegenüber dem zeichnenden Publikum durch das Mittel der Sperre in hohem Grade gestärkt, so ist die Wirkung dieser Maßregel von ungleich größerer Bedeutung auf die Börse. Die Möglichkeit, daß ein sehr großer Teil der Zeichnungen mit Sperrpflicht versehen ist und daß die Summe der Sperrzeichnungen den aufgelegten Betrag weit überschreitet, kann Anlaß zu bösen Mißständen an der Börse geben*). Das Ausfallenlassen eines großen Teiles der Zeichnungen ohne Sperrpflicht verringert das dem Börsenhandel zur Verfügung stehende Material auf ein Minimum. Ein lebhafter Handel sowie die Kursfeststellung der emittierten Papiere kann hierdurch auf das äußerste erschwert werden. Es ergibt sich hieraus für die Bank die Verpflichtung, stets einen für den Börsenhandel ausreichenden Betrag freizugeben. Der Zustand, bei dem nur geringe Beträge im Handel sich befinden, kann von den Emissionshäusern zu einem unerträglichen Kursetreiben benutzt werden. Starke Nachfrage und künstlich beschränktes Angebot erzeugt einen hohen Kursstand und bedeutet für die Banken die Veräußerungsmöglichkeit von zurückgehaltenem Material mit hohem Gewinn. Betrachtet man die Tätigkeit der Konzertzeichner unter diesem Gesichtspunkt, so erscheint sie gleichfalls in günstigerem Lichte. Ihre Mitwirkung, welche nicht völlig verhindert werden kann, trägt dazu bei, zu verhindern, daß das Emissionshaus durch die Sperre seine Macht mißbraucht und dem Markte das zum Handel und zur Notierung notwendige Material vorenthält.

Das Charakteristische des Subskriptionsverfahrens ist die Festsetzung des einheitlichen Zeichnungskurses. Seine richtige Bemessung ist für die Bank eine Aufgabe, deren Lösung ebensoviel Geschick wie Sachkenntnis verlangt. Die Festsetzung eines hohen Preises kann sich zwar als recht gewinnreich erweisen, hat jedoch zweifellos eine die Zahl und Höhe der Zeichnung einschränkende Wirkung. Die geringere Beteiligung kann leicht als ein Mißerfolg ausgelegt werden. Andererseits können aus der Tatsache eines niedrigeren Zeichnungspreises in bezug auf das Maß von Selbstvertrauen, welches die Bank auf ihren eigenen Emissionskredit setzt, leicht ungünstige Schlüsse gezogen werden. Handelt es sich um ein Unternehmen, dessen Aktien bereits an der Börse notiert werden, so kann die Bank durch ihre rege Nachfrage den Kursstand derselben etwas erhöhen und so den Zeichnungspreis der aufgelegten Papiere niedrig erscheinen lassen.

Die Freiheit des Emissionshauses in bezug auf die Zuteilung geht so weit, daß die Zeichner keinerlei Sicherheit besitzen, daß der zur Zeichnung aufgelegte Betrag auch wirklich unter sie zur Verteilung kommt. Um einen Mißerfolg der Emission zu verschleiern, kann die Bank selbst oder durch Strohmänner für sich zeichnen lassen. Verläuft die Subskription günstig, so ist die

*) Vergl. Salings Börsenpapiere. 12. Aufl. 1909. 1. Teil S. 437.

Bank nicht gehindert, einen Teil der aufgelegten Beträge in der Zuteilung zurückzuhalten, um mit ihm im Wege des direkten Börsenhandels die volle Gunst der durch die Ueberzeichnung geschaffenen Kursgestaltung auszunutzen. In einem extremen, freilich nur seltenen Fall stellt die Subskription sozusagen einen ballon d'essai dar, wie die Oeffentlichkeit das Papier aufnehmen wird. In jedem Falle ist die Stellung des Wertpapiere kaufenden Publikums der Bank gegenüber eine sehr schwache.

Die Schwierigkeiten, welche sich in bezug auf die Festsetzung des Zeichnungskurses ergeben und zuweilen die volle Ausnutzung aller sich bietenden Verkaufsmöglichkeiten verhindern, haben die Banken vielfach dazu geführt, das Zeichnungsverfahren ganz aufzugeben und den ersten Stoß des Wertpapierangebots unmittelbar gegen die Börse zu richten. Die „Einführung“ hat denn auch die Subskription etwas verdrängt. Sie gilt heute namentlich bei Aktien als die bequemste Art, neue Wertpapiere an den Markt zu bringen. Besonders in den Fällen, wo es sich nicht um den Absatz von sehr großen Summen handelt und wo im Zeichnungsverfahren der festzusetzende Preis ein sehr niedriger sein müßte, um einen Mißerfolg auszuschließen, ist ihre Anwendung beliebt. In den Prospekten finden wir die Mitteilung, daß das Papier an einem bestimmten Tage an der Börse „eingeführt“ wird und daß das Emissionshaus sich bereit erklärt, „Voranmeldungen zum ersten Kurse“ entgegenzunehmen. Zuweilen wird auch der in „Aussicht genommene Kurs“ mit einem bestimmten Prozentsatz veröffentlicht. Unbedingte Zuverlässigkeit können freilich diese Angaben nicht beanspruchen. Den Auftraggebern bleibt es überlassen, ihre Aufträge entsprechend zu limitieren. Sind die an die Einführung geknüpften Bedingungen erfüllt, so werden die Papiere einer bestimmten Maklergruppe zugewiesen. Mit der Eröffnung ihrer Vermittlungstätigkeit ist der Einführungstag gegeben. Die Bank hat inzwischen ähnlich wie beim Zeichnungsverfahren für die einzuführenden Werte Stimmung gemacht. Sie hat durch Besprechung der Emission in der Presse, durch Rundschreiben an die Kundschaft und Empfehlungen bei den befreundeten und abhängigen Firmen der Einführung vorgearbeitet. Umfang und Maß dieser Propaganda sowie die meist geringe Höhe der einzelnen Emissionsbeträge machen es verständlich, daß die Aufträge, welche bei den Banken und Maklern einlaufen, sich oft derartig häufen, daß an ihre Befriedigung nicht zu denken ist. Der Andrang des Publikums führt zu Mißständen, die durch das Verhalten der Bank noch erhöht werden*). Da in solchen Börsenlagen die Kaufaufträge das dem Markte zur Verfügung stehende Material oft weit übersteigen, erreicht der erste Kurs eine Höhe, die zu dem wahren Werte des Papieres im Mißverhältnis steht und für die Banken

*) Vgl. Prion, a. a. O. S. 44—46. Artikel „Emissionstechnik“ der Frankfurter Zeitung No. 50 (v. 19. Febr. 1911). Salings Börsenpapiere. S. 435—36.

lockenden Gewinn bedeutet. Man kann einem Teile von ihnen den Vorwurf nicht ersparen, daß sie derartige Unzuträglichkeiten in zahlreichen Fällen durch Zurückhaltung von Material bewußt begünstigen und steigern. Je geringer die auf dem Markte vorhandenen Beträge sind, desto leichter fällt ihnen die Regulierung und Hochhaltung der Kurse, desto reichlicher ist ihr Gewinn. Die Methode der Börseneinführung gestattet den Emissionshäusern die Ausnutzung aller Marktchancen. Starke Nachfrage und unzureichendes Angebot ist für die heutige Einführungspraxis bezeichnend. Der bei der Neueinführung von Aktien festzustellende erste Kurs liegt völlig in ihrer Hand. Für seine Festsetzung haben sie einen weiten Spielraum.

Diese Uebelstände finden jedoch auch in dem Verhalten gewisser Kreise des Publikums und der Börse selbst Unterstützung. Es ist nicht selten, daß bei Neueinführung von Aktien, welche unter Vermeidung der Zeichnung vorgenommen werden, ein so massenhafter Andrang von Kauforders vorliegt, daß nicht einmal die unlimitierten Aufträge befriedigt werden können. Das Zustandekommen des ersten Kurses verzögert sich dann tagelang, bis die Aufträge etwas vermindert sind. Hält der Andrang an, so hat der Börsenvorstand das Recht, die Verteilung der Papiere und die Feststellung des ersten Kurses eigenmächtig vorzunehmen. Der spekulative Uebereifer des Publikums bei der Neueinführung von einigermassen aussichtsreichen Aktien kennt oft keine Grenze. Die Papiere werden der Bank sozusagen aus der Hand gerissen. Jedenfalls muß man das bekannte Wort, daß der Einführungskurs von Aktien meist der höchste Kurs ist, im wesentlichen als zutreffend anerkennen. Obgleich das Publikum sich sagen sollte, daß die vom Emissionshaus in Aussicht genommene kursmäßige Bewertung der Papiere ihren inneren Wert eher über- als unterschätzt, werden in größtem Umfange Aufträge ohne Limit oder doch mit sehr hohem erteilt, was mitunter zu einem unsinnigen Kurstreiben*) Veranlassung gibt und nur zu oft den Anschein erweckt, als ob dem Publikum und der Spekulation jede gesunde Ueberlegung abhanden gekommen wäre.

Wenn auch jene Kategorie von Wertpapierkäufern, welche für jede Emission schwärmt, für die gerade Stimmung gemacht

---

*) Einige Beispiele des vergangenen Jahres nach der Frankfurter Zeitung: Die Aktien der Gebr. Goedhardt Aktiengesellschaft Düsseldorf wurden mit 178% eingeführt, der in Aussicht genommene Emissionskurs betrug 165½%. Die Kaiserkelleraktien erreichten bei einem in Aussicht genommenen Kurs von 127% den ersten Kurs mit 134%, die Aktien der Julius Berger Tiefbau A. G. in Berlin einen solchen von 240% bei einem Zeichnungspreis von 210%. Für die Aktien der Vogtländischen Tüllfabrik in Plauen bemühte sich das Emissionshaus eine Woche lang vergeblich, eine erste Notierung herbeizuführen. Der Andrang war so erheblich, daß auch zu 240%, volle 50% über dem vom Emissionshause als angemessen erachteten Preise, ja selbst nach der Voss. Ztg. zu 260% kein Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage sich ermöglichen ließ. Weitere Beispiele s. Prion, a. a. O. S. 44.

wird, und die gewohnt ist, nicht selbst zu denken, sondern andere für sich denken zu lassen, im wesentlichen ein der Vergangenheit angehöriger Typus geworden ist, so ist doch auch heute die Neigung noch nicht überall erloschen, sich vom Emissionshaus vertrauensvoll führen zu lassen. Unbelehrt durch üble Erfahrungen anderer schätzen diese Kreise den Wert der Aktien, für welche sie sich interessieren, nach der Höhe des Kurses, den die Bank zum Verkauf für angemessen hält. Ihrer Beteiligung ist es neben derjenigen rein spekulativer Elemente zu einem guten Teile zuzuschreiben, daß die geschilderten Uebelstände bei Börseneinführungen nicht verschwinden wollen. Einen großen Teil der Verantwortung tragen jedoch auch die Emissionshäuser, die dem Börsenhandel einen unzureichenden Aktienbetrag zur Verfügung stellen. Es wäre zu wünschen, daß die Börsenbehörde auf der Bereitstellung eines für jeden einzelnen Fall besonders festzustellenden Minimalbetrags der Aktien bestände. Zum mindestens ist es notwendig, daß die Bank stets den für die Zwecke des Börsenhandels bestimmten Teilbetrag des Aktienkapitals der Oeffentlichkeit bekannt gibt. Papiere, von denen nur minimale Teilbeträge von wenigen hunderttausend Mark dem Verkehr zur Verfügung stehen, gehören nicht an die Hauptbörsenplätze. Für die Interessen des provinziellen Bankgewerbes, deren Schädigung die große Börsenkonzentration der letzten Jahrzehnte mit herbeigeführt hat, etwas zu tun, bietet sich hier eine Gelegenheit.

Im Gegensatz zu dem geschilderten Verfahren des stoßweisen Massenverkaufs der Wertpapiere, welcher in der Hauptsache die Auflegung zur öffentlichen Subskription und die Börseneinführung in sich schließt und fast durchweg den Weg durch die Börse nimmt, ist der sogenannte kontinuierliche Absatz noch unberücksichtigt geblieben. Er vollzieht sich zum großen Teil in den Formen des regelmäßigen Börsenkommissionsgeschäfts. Er erfolgt ferner in großem Maßstabe im Detailvertrieb durch Veräußerung einzelner meist kleinerer Posten unter der Hand im Wechselstubenverkehr und durch den sog. freihändigen Verkauf an der Börse. Es handelt sich hierbei nicht um eine einheitliche und in einer kurzen Periode durchzuführende Verkaufsaktion, sondern um einen allmählichen Verschleiß im Rahmen des laufenden Kunden- wie des Tafelgeschäfts. Pfandbriefe und kleinere Kommunalanleihen bilden den Typus dieser allmählich abgesetzten Papiere. Die Subskription oder die Einführung ist in solchen Papieren nur die Einleitung zur Absatzkampagne. Ein Teil der Papiere wird wohl an der Börse notiert, die Mehrzahl der Umsätze erfolgt jedoch außerhalb derselben. Im Laufe der Zeit hat sich neben dem offiziellen Börsenhandel ein breiter Markt für den freien Verkehr in Papieren *ohne Börsennotiz* herausgebildet, der auf jede Benutzung der Börseneinrichtungen verzichtet. Obwohl hier die amtliche Kursfestsetzung sowie die Mitwirkung von Kursmaklern ausgeschlossen ist, zirkulieren doch vielfach private Kurszettel und private Makler sind

bereit, gegen geringe Courtage Geschäfte in den Papieren zu vermitteln. Dieser Markt wird von zahlreichen Bankhäusern und auch von Spezialabteilungen großer Firmen gepflegt und hat sich über ganz Deutschland ausgedehnt. Durch Rundschreiben an die Kundschaft sowie durch Bekanntmachungen in den Tageszeitungen veröffentlichen manche Banken Verzeichnisse von Wertpapieren mit der Angabe, zu welchem Kurse sie kaufen und verkaufen. Auch hier erfolgen Emissionen teils einheimischer, teils ausländischer Werte, deren Umfang sich jeder Beobachtung entzieht und deren Qualität sehr verschiedener Art ist. So besteht in Deutschland ein äußerst lebhafter Handel in überseeischen und Kolonialanteilen, in afrikanischen und australischen Minenshares besonders in Verbindung mit London, in amerikanischen Eisenbahnwerten, in Kuxen usw. Die Zulassung zum Handel und zur Notiz wird in der Hauptsache aus dem Grunde nicht beantragt, weil die Kapitalien vieler Gesellschaften die zur Zulassung erforderliche Höhe nicht erreichen, zu einem Teile sicherlich aber auch deshalb, weil ein Zulassungsantrag wenig Aussicht auf Erfolg haben würde und weil manche Gesellschaften sich sträuben, Aufschluß über ihren Status zu geben. Für seriöse Anlagewerte steht jederzeit der Weg zur Börse offen und wird auch fast durchweg benutzt. Das Angewiesensein auf den freien Verkehr, soweit es Gesellschaften mit ausreichender Kapitalhöhe betrifft, bedeutet daher alles andere als eine Empfehlung für ein Papier und läßt vermuten, daß es die Kritik der Oeffentlichkeit zu scheuen hat.

Der freie Verkehr an der Börse in denjenigen Papieren, welche Börsennotiz besitzen, unterliegt natürlich nicht den Bedenken, welche für Papiere ohne Börsennotiz gelten. Auf dem Terminmarkt hat er sich längst als unumgängliche Notwendigkeit erwiesen. Bei der Kursfeststellung werden die im freien Verkehr getätigten Umsätze seitens des Börsenvorstandes nach Möglichkeit berücksichtigt. Die Tätigkeit der Kursmakler tritt hier zurück hinter derjenigen der privaten Spekulationsmakler und der Agenten der Maklerbanken. Häufig gewinnt der freie Verkehr auf dem Terminmarkt das Uebergewicht gegenüber dem offiziellen.

Der Handel in Papieren ohne Börsennotiz ist eine notwendige Folge der Zulassungsbeschränkungen an den Börsen. Je strenger die Bedingungen zur Zulassung sind, desto solider sind wohl vielleicht die Werte des offiziellen Börsenverkehrs, desto breiter ist dann aber auch der Markt von Papieren ohne Börsennotiz. Daß ein starkes Anschwellen dieses Verkehrs in bezug auf die Solidität des Börsengeschäfts und die Interessen des Publikums zu unhaltbaren Zuständen führen kann, ist kaum zu bestreiten. Das Fehlen jeglicher Kursnotiz ist für die allgemeinen Interessen ein schwer zu ersetzender Mangel und bedeutet für die öffentliche Kontrolle und Kritik eine beträchtliche Erschwerung. Demgegenüber fallen die Nachteile, welche dadurch entstehen, daß auch minder gute Papiere Börsenfähigkeit und damit auch eine gewisse Ansehens-

steigerung, vielfach selbst Kursaufbesserung erhalten, nicht in gleichem Maße ins Gewicht. Eine anhaltend schlechte Lage eines Unternehmens läßt sich auch bei aller Geschicklichkeit der Kursregulierung auf die Dauer nicht verheimlichen. Durch die öffentliche Notiz wird die Aufmerksamkeit sachverständiger Kreise dem Papier und damit dem Unternehmen zugewendet und auch für die Zukunft gesichert, während im Falle des Fehlens der Börsennotiz die Möglichkeit der Uebervorteilung des Publikums eine weit größere ist. Man darf daher wohl die Grundsätze, welche heute bei der Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel gelten, insofern als richtig anerkennen, als dieselben in der Hauptsache rein formale Erfordernisse aufstellen und von einer Prüfung der materiellen Güte des Papieres im allgemeinen absehen. Eine scharfe und rigorose Handhabung der Zulassung erweitert den inoffiziellen Verkehr und schädigt damit den Börsenhandel, eine Erleichterung der Einführung schränkt den freien Verkehr ein.

Die Börse ist wohl die größte und wichtigste Einfallpforte zu dem Markte des Kapitals, aber nicht die alleinige. Zahlreiche schwer übersehbare Kanäle führen zu ihm hin. Die Technik des modernen Nachrichtenverkehrs, die Bearbeitung des Publikums und der Kundschaft mit einer Flut von Zuschriften, Drucksachen und Reklamematerial, Ankündigungen neuer Emissionen usw. vermindert die Abhängigkeit, in welcher sich Banken und Bankiers von der Börse befinden, und kommt großen wie kleinen Börsenfirmen in gleicher Weise zugute.

Aus den gesamten Darlegungen über den Wertpapierabsatz geht mit Deutlichkeit hervor, daß die Geldbeschaffung besonders für industrielle Unternehmungen, wie sie sich heute durch die Vermittlung der Banken vollzieht, im allgemeinen keine großen Schwierigkeiten hat. Das deutsche Bankwesen ist in seiner Organisation den Bedürfnissen einer rasch wachsenden Industrie angepaßt. Die Gestaltung des industriellen Emissionsgeschäfts kommt den industriellen Wünschen nach leichter Geldbeschaffung weit entgegen. Wenn man auch von einer beherrschenden Stellung der Banken auf wichtigen Gebieten der Volkswirtschaft sprechen kann, so darf dabei doch nicht vergessen werden, daß die Banken auf die Industrie angewiesen sind. Die Banken laufen der Industrie nach und suchen ihre Freundschaft. Angesehene industrielle Werke erhalten daher, wenn sie es brauchen, Geld in Hülle und Fülle. Die Beliebtheit der Aktienanlage, die breite, über das ganze Land organisierte Absatzpropaganda, welche den Großbanken dank der Entwicklung ihrer Filialnetze und der Provinzkonzerne möglich ist, die Leichtigkeit der Dienstbarmachung des ganzen Börsenapparates für den Emissionszweck, das Interesse der Spekulation an zeitweiliger Uebernahme umfangreicher Beträge, alle diese Momente machen die industrielle Emissionstätigkeit für die Banken zu einem gesuchten und oft gewinnreichen Geschäft.

Mit dieser Tatsache ist aber auch die Frage nach der Qualität der von den Banken emittierten Werte eng verbunden. Festzustellen, ob das Publikum in einem bestimmten Papier übervorteilt worden ist, ist nur da möglich, wo der Emissionskurs bekannt ist. Die Höhe des Kurses bestimmt die Qualität einer Emission. Der Bemessung des Emissionskurses von Obligationen sind verhältnismäßig enge Grenzen gezogen. Sind bereits Obligationen des Kreditsuchenden öffentlich notiert, so ist dem Emissionshaus — abgesehen von den bereits geschilderten und nicht sehr bedeutungsvollen Kursmanipulationen — der Weg klar vorgezeichnet. Der Kurs richtet sich vor allem nach der Höhe des Zinssatzes, mit welchem das Papier ausgestattet ist, sowie nach der Höhe der Verzinsung, welche der Kapitalist für die betreffende Wertpapierkategorie zu beanspruchen pflegt. Bei Aktien mit ihren unsicheren und schwankenden Erträgnissen kann das Emissionshaus naturgemäß viel willkürlicher vorgehen und die Möglichkeit von Schädigungen des Publikums ist hier in weit höherem Grade gegeben. Auf jeden Fall steht hier der persönlichen Sachkenntnis und Geschicklichkeit der Bankleitung, ihrer Anpassung an die jeweiligen Börsen- und Stimmungsverhältnisse ein viel größerer Spielraum zu Gebote. Bei der Börseneinführung ist dieser Spielraum am weitesten.

Bei Aktienemissionen neugegründeter und umgewandelter Unternehmen ist die Versuchung, auf Kosten des Publikums grob verdienen zu wollen, eine große. Tatsächlich ist auch das Agio, das vielfach bei Aktien gefordert wird, so groß, daß es zum wahren Werte der Aktien im Mißverhältnis steht. Aber in Zeiten der Haussestimmung hat das Publikum zu nüchternen und kritischen Erwägungen wenig Lust und auch hohe Agios halten viele nicht von der Beteiligung zurück. In solchen Fällen kauft der Kapitalist zu teuer, auch im Falle späterer Blüte seines Unternehmens ist die Rentabilität seiner Anlage eine verhältnismäßig geringe. Während vielleicht der Kapitalist später Kurseinbußen und damit Vermögensverlust erleidet, ist die Bank in der Lage, durch hohe Verkaufsagios große Gewinne einzuheimsen. Vom Standpunkt der allgemeinen Interessen ist ihre Emission eine schlechte, denn sie ist zu teuer und bringt dem Kapitalisten Verluste. Umgekehrt kann man natürlich nicht von einer Uebervorteilung des Aktienerwerbers sprechen, wenn der Kapitalist in Anbetracht der geringen Rentabilität des Unternehmens billig kauft und der niedrige Preis des Papiers der geringen Ergiebigkeit des Unternehmens entspricht. Von einer guten Emission kann gesprochen werden, wenn das Papier eine angemessene und dauernde Rentabilität aufweist, seine Anlage vielleicht sogar einen Vermögensgewinn mit sich bringt.

Angesichts der Angriffe, welche oft in bezug auf die Qualität ihrer Emissionspapiere gegen die Banken erhoben werden, wird von seiten der bank- und börsenfreundlichen Literatur mit Vorliebe der Einwand entgegengehalten, daß doch jede Bank zu ihrem

eigenen Besten daran interessiert sei, nur gute Emissionen ans Publikum zu bringen. Es ist zuzugeben, daß in der Natur der Bank als Wertpapierverkäuferin ein gewisses Selbstkorrektiv insofern enthalten ist, als der gute Ruf einer Firma, der doch in erster Linie auf der Meinung des Publikums gegründet ist, der Betätigung ihrer Gewinnsucht gewisse Schranken auferlegt. Es ist selbstverständlich, daß es einem Emissionshaus nicht gleichgültig sein kann, wie die Oeffentlichkeit über seine Emissionen denkt. In jedem Falle ist es der Bank lieber, wenn das Publikum an den von ihr empfohlenen Werten keine Verluste erleidet, sondern Vorteile daraus zieht. Eine gelungene Gründung ist ihr willkommener als eine mißlungene. Ein gewisses Gefühl der Wohlanständigkeit hält sie zurück, dem Publikum allzu Schlimmes zuzumuten. Um eines einmaligen Vorteils willen wird man sich hüten, einen Teil der Kundschaft vor den Kopf zu stoßen und ihren Abfall aufs Spiel zu setzen. Mit dem Emissionskredit ist es nicht anders als mit dem guten Rufe eines beliebigen Kaufmanns. Ein Kaufmann, der seinen Kunden gute Ware liefert und sie zufriedenstellt, wird in der Regel mehr Erfolg haben als einer, der dem Publikum ein oder mehrere Male schlechte Ware liefert. Das Publikum wird sich an den ersteren Kaufmann mit seinen Aufträgen wenden, bei dem es sicher ist, gut bedient zu werden, und wird es ablehnen, weiter bei demjenigen zu kaufen, bei dem es schlechte Erfahrungen gemacht hat.

Für viele Banken ist die Frage des Emissionskredits eine Lebensfrage. Im Falle seiner Erschütterung besteht die Gefahr, daß das Publikum sich der Konkurrenz zuwendet. Ueberhaupt tritt die Sorge um den guten Ruf der Firma um so mehr in den Vordergrund des Interesses, je schärfer die Konkurrenz der Banken untereinander ist. Die Pflege des Emissionskredits gewinnt dann an Wichtigkeit. Die Mehrzahl der Banken verwenden nicht nur auf die Prüfung der Güte der von ihnen emittierten Werte große Aufmerksamkeit, weil ihr eigenes Interesse durch die Uebernahme auf eigene Rechnung und Gefahr sie zur Vorsicht nötigt, sie bleiben auch nach dem Gelingen der Emission gegenüber dem Schicksal der Papiere nicht gleichgültig. In der Regel wird der Kurs der Papiere auch in der Folgezeit beobachtet und nötigenfalls reguliert und die neugegründeten und finanzierten Unternehmungen können auf das dauernde Interesse und die Beihilfe ihrer Emissionshäuser rechnen. Manche, wenn auch vereinzelte Banken setzen sogar einen gewissen Ehrgeiz darein, für die Wahrung der Interessen ihrer Kundschaft eigene finanzielle Opfer zu bringen und damit laut darzutun, welchen Wert sie auf das Urteil der öffentlichen Meinung über ihre Emissionen legen. Ein guter Emissionskredit ist auch für die Großbanken von sehr realer Bedeutung. Immerhin darf man doch sagen, daß sie nicht in dem Maße von ihm abhängig sind, wie ihre kleineren und mittleren Schwestern. Die besten Emissionen werden ihnen zuerst angeboten, sie können

eine viel leichtere und bessere Auswahl auch bei der Anwendung gleicher Sorgfalt treffen als provinzielle Banken und Bankiers. Letztere haben ein eng beschränktes regionales Absatzgebiet, mit dessen Verlust auch der ihres Emissionsgeschäfts besiegelt ist. Eine Großbank nimmt dagegen im Emissionswesen eine so machtvolle Stellung ein, daß es schon schlimm kommen muß, wenn das kaufende Publikum sich merkbar von ihr zurückzieht. Ihr Renommee ist im allgemeinen zu stark, als daß es durch einige mißglückte Emissionen so bald ins Wanken geriete. Der Hauptschutz des Publikums gegen Uebervorteilung liegt auch hier wie überall im Bankwesen in der Ehrenhaftigkeit und der Befähigung der wenigen leitenden Persönlichkeiten, welchen der aristokratische Zug unserer volkswirtschaftlichen Entwicklung eine ungeheure Verantwortung in die Hände gelegt hat.

Am Schlusse dieses Abschnittes seien noch wenige Bemerkungen über einige börsenrechtliche Vorschriften, welche in bezug auf die Einführung von Wertpapieren von besonderer Wichtigkeit sind, hervorgehoben.

1. Daß die Vorteile der Börsengängigkeit nicht allen Wertpapieren zugute kommen, darauf wurde schon hingewiesen. Die Zulassung zum Handel und zur Notierung ist von der Genehmigung der Zulassungsstelle abhängig. Die Zusammensetzung dieser Behörde ist eine derartige, daß sowohl berufliche Sachkenntnis wie unbeeinflußtes Urteil in ihr zu Gehör und Einfluß gelangen können. Nur die Hälfte ihrer Mitglieder darf aus berufsmäßigen Börsenhändlern bestehen, so daß ein Ueberwiegen des Einflusses der Emissionshäuser ausgeschlossen ist. Ihre Funktionen sind in der Hauptsache formaler Art und erstrecken sich besonders auf die Forderung und Prüfung der rechtlichen Unterlagen der Emission sowie auf Prüfung der Richtigkeit und Vollständigkeit des für die öffentliche Beurteilung der Emission notwendigen Tatsachenmaterials. Von einer Prüfung der materiellen Güte der einzuführenden Papiere wird im allgemeinen abgesehen. Lediglich die Rücksicht auf „allgemeine Interessen“ und die Tatsache einer offenbaren „Uebervorteilung des Publikums“ schließt die Zulassung aus*).

2. Die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel darf nur dann ausgesprochen werden, wenn die Gesamtsumme der Stücke, welche in den Verkehr gebracht werden soll, nach ihrem Nennwert einen festgesetzten Mindestbetrag erreicht. Dieser Mindestbetrag beträgt für die drei größten Börsenplätze Berlin, Frankfurt und Hamburg 1 000 000 Mark, für die übrigen deutschen Börsen 500 000 Mark**). Diese Vorschrift ergibt sich aus der selbstverständlichen Erwägung, daß für den Börsenhandel an den großen

*) Börsengesetz vom 8. Mai 1908, § 36.

**) Bekanntmachung des Reichskanzlers betreffend die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel, vom 4. Juli 1910, § 1.

Zentralplätzen Anteile von sehr kleinen Gesellschaften nicht das genügende Material liefern und eine tägliche oder doch periodische Kursfeststellung nicht gesichert ist. Andererseits wünscht man Wertpapiere, deren Bedeutung über einen eng begrenzten örtlichen Kreis nicht hinausgeht, nach Möglichkeit den Provinzbörsen zuzuweisen, und gegenüber der zunehmenden Zentralisation des Börsenhandels die Interessen des provinziellen Bankgewerbes zur Geltung zu bringen. Auf dem Terminmarkte ist das Kapitalerfordernis entsprechend höher*) (20 Mill. Mark) und liegt in dem Wesen des Termingeschäfts begründet. Wäre das dem Verkehr zur Verfügung stehende Material gering, so würde die Baissespekulation bedeutend erschwert und damit die Entwicklung des Terminhandels selbst lahmgelegt. Die Versuchung und Neigung einer Schwänze schwindet mit dem wachsenden Umfang des im Handel schwimmenden Materials.

3. Vor der Einführung an der Börse ist ein Prospekt zu veröffentlichen, der die für die Beurteilung der einzuführenden Wertpapiere wesentlichen Angaben enthält**). Mit dem Prospektzwang verfolgte der Gesetzgeber den Zweck, dem Publikum den Namen des einführenden Bankhauses bekannt zu machen. Das emittierende Bankhaus soll seinen Emissionskredit für die von ihm eingeführten Werte einsetzen und das Publikum hierdurch in die Lage kommen, zwischen solchen Emissionshäusern zu unterscheiden, welche bei ihren Emissionen die Interessen der Gesamtheit und des kaufenden Publikums berücksichtigen, und denjenigen, welche diese Interessen unbeachtet lassen. Besonders sollen auch die Tatsachen zur Kenntnis des Publikums kommen, die für die Beurteilung der Güte des Wertpapiers von Wichtigkeit sind. Was den tatsächlichen Wert des Prospektzwangs angeht, so ist zu sagen, daß diese Einrichtung nicht ganz bedeutungslos ist. So richtig der oft erhobene Einwand ist, daß die langen und meist sehr unübersichtlichen Darstellungen der Prospekte von der großen Masse des in Frage kommenden Publikums doch nicht studiert werden, daß dieses aus ganz anderen Rücksichten sich sein Urteil bilde, daß auch durch Vorannmeldungen der Zweck der Veröffentlichung durchkreuzt werden könne, so muß doch zugegeben werden, daß die bestehende Einrichtung jedenfalls den Vorzug besitzt, daß überhaupt einige feststehende Tatsachen über die Lage des betreffenden Unternehmens oder Schuldners veröffentlicht werden und daß sachverständigen und gewissenhaften Käufern bei richtiger Einschätzung des gegebenen Materials und unter Zuhilfenahme unbefangener Preßkritik Gelegenheit geboten ist, über die Qualität der Anlage einige Schlüsse zu ziehen. Der Wert der Prospekte wird dadurch etwas erhöht, daß das Gesetz***) den Emissionshäusern eine Haftung

*) B.-G. § 50.
**) B.-G. § 38.
***) B.-G. § 45.

für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Prospektangaben auferlegt und damit verhindert, daß diese Einrichtung zu einer zwecklosen und kostspieligen Förmlichkeit herabsinkt.

4. Der Antrag auf Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel muß von einer an der Börse vertretenen öffentlichen Bankanstalt, Privatbank oder Bankfirma gestellt werden*). Ohne Vermittlung einer Bank kann die Einführung an der Börse nicht bewirkt werden. Industriegesellschaften, die ihren Sitz an einem der größeren Börsenplätze haben, sind nicht in der Lage, den Antrag selbst zu stellen. Durch das Vermittlungsmonopol der Bank wird verhindert, daß das emittierende Unternehmen sich der Kontrolle eines Dritten über den Prospekt entzieht, und der Hinzutritt der Prospekthaftung einer Bank unabweisbar gemacht. Mit der Anknüpfung einer geschäftlichen Beziehung zu einem Emissionshaus ist das Bestreben zu ihrer weiteren Ausgestaltung gegeben. Von der Antragstellung einer Bank bei der Einführung bis zu der regelmäßigen und dauernden Mitwirkung und Uebernahme bei den Emissionen eines Unternehmens ist nur ein Schritt. Nur in seltenen Fällen wird daher die Beihilfe der Bank auf die Stellung des Zulassungsantrags beschränkt bleiben.

5. Von einschneidender Bedeutung für die Entwicklung des industriell-kommerziellen Emissionsgeschäfts ist die Bestimmung des Gesetzes**), welche Aktien eines zur Aktiengesellschaft oder zur Kommanditgesellschaft auf Aktien umgewandelten Unternehmens vor Ablauf eines Jahres nach Eintragung der Gesellschaft in das Handelsregister und vor der Veröffentlichung der ersten Jahresbilanz mit Gewinn- und Verlustrechnung von der Zulassung zum Börsenhandel ausschließt. Diese Vorschrift des sog. Sperrjahres verdankt ihre Aufnahme in das Gesetz dem Wunsche des Gesetzgebers, daß die Umwandlungen von gewerblichen Unternehmungen in Aktiengesellschaften etwas zu erschweren und namentlich zu verhindern sei, daß lediglich eine ganz vorübergehende Stimmung der Börse und des Publikums zur Umwandlung benutzt werde. Diese Bestimmung hat für das Emissionsgeschäft neben einer gewissen wohltätigen Einschränkung leichtfertiger Umwandlungen die unbeabsichtigte Wirkung gehabt, daß seine Monopolisierung in den Händen der großen und kapitalkräftigen Unternehmungen beschleunigt wurde. Im Emissionsgeschäft ist das Hauptstreben der Bank auf möglichst schnelle Abstoßung der übernommenen Werte und auf Beschleunigung des Wertpapierumsatzes gerichtet. Das Sperrjahr wirkt diesem Streben entgegen. Die Bank wird zur Festlegung bedeutender Mittel auf eine längere Zeitdauer genötigt und die Verlustgefahr bei der Uebernahme vergrößert. Wenn die Bank nach Ablauf des Sperrjahres die Aktien an den Markt bringen will, ist vielleicht das Interesse des Publikums

*) Bekanntmachung des Reichskanzlers vom 4. Juli 1910, § 5.
**) B.-G. § 41.

an dem betreffenden Wertpapiergebiet erloschen. Die Bank kann dann entweder gar nicht oder nur mit Verlust verkaufen. Ein Konjunkturwechsel kann das Unternehmen selbst erschüttern und die aufgenommenen Bestände entwerten. Ein kleiner Bankier kann nicht daran denken, die Aktien eines umgewandelten Unternehmens für die Dauer eines Jahres in seinem Portefeuille liegen zu lassen und so einen erheblichen Teil seines Geldes festzulegen, wenn er nicht eine annähernde Sicherheit für einen späteren vorteilhaften Verkauf hat. Er wird daher entweder nur einen geringen Betrag der Aktien fest übernehmen und für die Mehrzahl sich ein Wahlrecht vorbehalten oder er wird überhaupt auf das Geschäft verzichten. Die Erschwerung des Wertpapierumsatzes durch das Sperrjahr hat dazu beigetragen, die Bedeutung und Machtfülle der großen Banken, welche eine zeitweilige Kapitalbindung leichter ertragen können, im Emissionsgeschäft zu steigern und dasjenige der kleinen Banken und Bankiers weiter zu vermindern. Die Bildung von Trustgesellschaften der großen und mittleren Banken wurde hierdurch gleichfalls begünstigt.

Zweiter Abschnitt.

Der Wertpapierhandel auf eigene und fremde Rechnung.

Der Betrieb des Emissionsgeschäfts veranlaßt die Bank zur Aufnahme umfangreicher Wertpapierbeträge, deren Veräußerung von wechselndem Erfolge für sie begleitet sein kann. Einmal findet ein derartiger Andrang des kaufenden Publikums statt, daß bei vielfacher Ueberzeichnung die Nachfrage nur teilweise befriedigt werden kann. In anderen Fällen bringt die Emission einen tatsächlichen Mißerfolg, daß das Emissionshaus selbst oder durch Strohmänner für sich zeichnen läßt, um das ungünstige Ergebnis der Subskription zu verschleiern. In solcher Lage ergibt sich für das Emissionshaus die Notwendigkeit, einen großen Teil des ausgebotenen Emissionsbetrages selbst zu übernehmen, bis die günstigere Entwicklung der Börse, insbesondere des Anlagebedarfs, Gelegenheit gibt, mit besserem Erfolge die Subskription zu wiederholen oder, was das häufigere ist, die zurückbehaltenen Bestände in kontinuierlicher Weise abzusetzen. Die Unsicherheit des Emissionserfolges zwingt die Banken nicht nur, mit der Möglichkeit langfristiger Kapitalbindung zu rechnen, die Emissionen werden vielfach ganz bewußt zu bestimmter Zeit und in vorher genau bemessenen Mengen dem Wertpapiermarkt zur Verfügung gestellt. Die einfache Erwägung, daß ein großes plötzlich an den Markt gelangendes Angebot die zu erreichenden Preise verschlechtert, drängt dazu, daß man die Emission in mehreren wohlberechneten Stößen gegen den Markt führt und im Anfange noch größere Beträge zurückhält.

Wenn auch weniger zahlreich, so doch nicht minder wichtig für die Beurteilung der Wertpapier besitzenden Banken sind diejenigen Fälle, in denen es sich nicht um planvolle, zweckbewußte Zurückhaltung desselben handelt, sondern um eine unfreiwillige, erzwungene. Zuweilen tritt nach der Gründung die Aussichtslosigkeit und Unrentabilität eines Unternehmens zutage, so daß das Publikum keine Neigung verspürt, der Bank die wenig ergiebigen Aktien abzukaufen. Kursverluste und Unverkäuflichkeit der Papiere sind Gefahren, mit denen jede Bank in ihrem Emissionsgeschäft rechnen muß und die auch bei größter Vorsicht der Geschäftsleitung nicht ausgeschlossen sind. Die Geschichte jeder

Großbank weist Beispiele davon auf. Man darf annehmen, daß heute jedes größere Emissionshaus umfangreiche Wertpapierbestände sein eigen nennt, die von verunglückten Emissionen herrühren und deren Verkauf nur mit starkem Verlust oder gar nicht mehr möglich ist. Andererseits sind es jedoch auch Rücksichten auf ihre besondere Industriepolitik, welche eine Bank zum Ankauf bestimmter Wertpapiere veranlassen, um mit ihrer Hilfe die Beherrschung von Generalversammlung und Aufsichtsrat zu ermöglichen. Auch die Wertpapieranlage des Reservefonds kommt hier in Betracht. Jedenfalls halten heute die großen Emissionshäuser aus den verschiedensten Gründen Wertpapierbeträge in ungeheurer Höhe in ihrem Besitz, deren Qualität und genaue Gliederung aus den Bilanzen bisher nur selten klar ersichtlich war. Der Wert des größten Teils dieser Wertpapierbestände wird durch den Börsenkurs bestimmt. Aus dieser Tatsache ergeben sich für das Verhalten der Banken bei der Kursfeststellung gewisse Schlußfolgerungen eigentlich von selbst.

Vor allem betätigt sich das Interesse der Banken am Wertpapierhandel und an der Kursgestaltung zum Zwecke und im Gefolge der Emission. Schon die lebhafte Beteiligung der Spekulation kurz nach der Emission nötigt die Bank, die Kursbewegung des emittierten Papieres mindestens so lange mit Aufmerksamkeit zu verfolgen, bis der größte Teil seine endgültige Abnahme gefunden hat und für das übrige im Handel schwimmende Material ein ständiges spekulatives Interesse, insbesondere die regelmäßige Feststellung der Kurse gesichert ist. Bei der Besprechung der Konzertzeichnungen wurde auf die Notwendigkeit von Interventionskäufen der Banken hingewiesen. Um sich die Kurse durch die Baissespekulation, welche die gezeichneten Papiere mit geringem Kursgewinn wieder auf den Markt wirft, nicht verderben zu lassen, „hält“ das Emissionshaus durch Aufnahme des Angebots des Baissiers den Kurs und scheut auch nicht vor augenblicklichen Opfern zurück, um die noch zurückbehaltenen eigenen Bestände mit Gewinn unterzubringen. Das Interesse an der öffentlichen Bewertung ihrer Wertpapierbestände, an der Wahrung ihres Emissionskredits, sowie die dauernde Beteiligung an zahlreichen Aktienunternehmungen veranlassen die Banken und Bankiers, eine ständige Ueberwachung „ihrer“ Wertpapiere an der Börse zu organisieren und deren Kurse durch Käufe oder Verkäufe nach Bedarf auf einem gewissen Niveau zu halten. Droht durch starke Käufe der Kurs in die Höhe zu schnellen und überhaupt in eine sprunghafte Bewegung zu geraten, so greift die Bank durch Verkäufe ein, wenn ihr diese Bewegung ungelegen kommt. Umgekehrt sucht man einen möglichen Kursfall durch Verstärkung der Nachfrage aufzuhalten. Die Schwierigkeit des Verfahrens liegt vor allem in der Abwägung der Stärke des Interesses der Bank an einer bestimmten Kursgestaltung gegenüber der Größe der Verlustgefahr, die mit der „Regulierung“ verbunden ist. Denn es ist selbstverständlich,

daß die planmäßige Beeinflussung der Kurse auf eigene Rechnung sehr bald in der Notwendigkeit, finanzielle Opfer zu bringen, ihre Grenze findet. Die Grenzen sind naturgemäß bei starken und kapitalkräftigen Firmen weiter gezogen als bei kleinen Banken und Bankiers, insbesondere sind die Großbanken eher in der Lage, eine opfervolle Kursmanipulation durchzuführen, weil bei ihnen kleine Verluste weniger ins Gewicht fallen.

In der gleichen Richtung auf Befestigung der Kurse wirkt auch vielfach das Verhalten der Banken in ihrem spekulativen Eigenhandel. In Zeiten industriellen Aufschwungs wendet sich das Interesse des breiten Publikums der Anlage in Dividendenwerten zu, die Kurse derselben stehen hoch, während der Markt der festverzinslichen Papiere weniger belebt ist, deren Kurse sich wegen mangelnden Interesses etwas unter dem üblichen Stand halten. Andererseits sind in Zeiten der Depression Aktienwerte im allgemeinen billig zu haben, während die Rentenanlage infolge der Ungewißheit der industriellen Lage und der dadurch bedingten Zurückhaltung auf dem Aktienmarkt einen verhältnismäßig hohen Stand aufweist. Was ist da natürlicher, als daß die Banken, die mit einem regelmäßig wiederkehrenden Auf und Nieder des Wirtschaftslebens rechnen können, diesen regelmäßigen Wechsel benutzen, um die Anschaffung und Veräußerung von Wertpapieren danach einzurichten! In der Hochkonjunktur sind öffentliche Renten billig zu haben. Man kauft große Bestände von ihnen, um sie dann, wenn der unvermeidliche Rückschlag eintritt und das Publikum von den jetzt als riskant angesehenen Dividendenwerten dem Markte sicherer, festverzinslicher Renten sich zuwendet, zu gestiegenen Preisen loszuschlagen. In ähnlicher Weise bei Kauf und Verkauf von Aktien. Daß dieser regelmäßige und merkwürdige Kreislauf in der angeführten Weise tatsächlich in dem Wertpapierhandel der Banken eine Rolle spielt, ist zweifellos. Seine geschickte Ausnutzung bedeutet für sie beträchtlichen Gewinn. Abgesehen von den Gefahren, welche überhaupt in jeder Eigenspekulation der Banken liegen, muß man zugeben, daß diese so geübte Praxis in ihren Wirkungen den allgemeinen Interessen entspricht. Umfangreiche Käufe bei tiefem, andererseits Verkäufe bei hohem Kursstande sind förderlich in der Richtung auf Ausgleichung schroffer Kursschwankungen. Die bekannten Interventionskäufe der Banken in Zeiten der Baisse sind zum Teil auf diese langfristigen Spekulationen zurückzuführen.

Das Uebergewicht der großen Banken gegenüber kleineren Firmen bei der Kursregulierung wird durch die Zahl ihrer Börsenvertreter noch verstärkt. Während bei einer kleineren Bank der Umfang ihrer Geschäfte an der Börse ein so geringer ist, daß sie von dem Chef persönlich oder einem einzigen Vertreter ohne Schwierigkeit erledigt werden können, ist das Interessengebiet der ersten Häuser so groß und schwer übersehbar geworden, daß die Vertretung einer Großbank an der Berliner Börse durch einen

Vertreter ein Ding der Unmöglichkeit wäre. Eine einzige Großbank ist heute in der Regel neben einem oder mehreren ihrer Direktoren durch zwanzig und mehr ihrer Angestellten an der Berliner Börse vertreten, die damit durch ihre Zahl die Größe und Bedeutung der hinter ihnen stehenden Kapitalmächte in der Börsenversammlung schon äußerlich zum Ausdruck bringen. Der Vorteil, den eine größere Vertreterzahl mit sich bringt, liegt vor allem in der Möglichkeit ausgedehnter Arbeitsteilung während der Börsenzeit. Jeder Angestellte erhält ein oder mehrere Papiere einer bestimmten Gattung zum Handel zugeteilt und ist angewiesen, neben der Ausführung der von der Kundschaft erteilten Aufträge die Kurse seiner Papiere auf einem bestimmten Stande zu „regulieren". Fast jedes Papier mit amtlicher Börsennotiz hat so in derjenigen Bank oder in demjenigen Bankier, welche das Hauptgeschäft darin machen, einen besonderen „Patron", welcher die Kursentwicklung seines Papieres überwacht und erforderlichenfalls beeinflußt. Das Papier steht dann unter dem „Schutze" der Bank. Der betreffende Angestellte begibt sich kurz vor der Kursfeststellung an die Maklerschranke, läßt sich vom Makler über die augenblickliche Geschäftslage Auskunft geben und erteilt dann seine letzten und für die Kursbewegung meist entscheidenden Aufträge. Dieses Verfahren wird erheblich erleichtert in den Papieren, in denen ohnehin die Umsätze keine besonders großen sind. Das „Schutzpatronat" kann dann zu einer ziemlich unumschränkten Herrschaft über das Papier ausarten. Die Bank diktiert dann den Kurs. Je mehr Umsätze in einem bestimmten Papier stattfinden, desto schwieriger wird es der Bank, die Kurse in ihrem Sinne zu beeinflussen. So ist die Regulierung der Kurse von Terminpapieren in der gleichen Weise wie auf dem Kassamarkte ausgeschlossen. Die verfeinerte Technik des Terminhandels erleichtert die Eingehung von Engagements außerordentlich und macht denselben zum Hauptummelplatz der Spekulation. Die Erweiterung des Marktes für Terminwerte und die hierdurch bewirkte allgemeine Umsatzsteigerung verringert daher den Bankeinfluß auf die Kurse ganz erheblich. In denjenigen Papieren, in denen ein gewisses Gleichgewicht der Bankinteressen besteht, wird die Regulierung gleichfalls erschwert. Das Vorhandensein von Interessenreibungen gleich starker Bankhäuser gäbe die beste Gewähr gegen mißbräuchliche Regulierung und für eine einigermaßen gesunde Preisbildung. Indessen gehört ein solcher Zustand zu den Seltenheiten. Tatsache ist, daß die großen Banken den Wertpapierhandel bis zu einem gewissen Grade unter sich aufgeteilt haben, und es ist Regel, daß sie sich in ihren geschäftlichen Plänen gegenseitig nicht stören. Das Maß von Einfluß, das eine Bank auf die Kursfeststellung hat, wird bestimmt durch die jeweilige Marktlage, welche das betreffende Papier hat, durch ihre Kapitalkraft und die Größe des Materials, das sich in ihren Händen befindet. Das leichteste Spiel hat die Bank dann, wenn „bestens" Aufträge in Papieren vorliegen, über deren Hauptbestände sie selbst

verfügt. Sie kann dann willkürlich den Kurs bestimmen, zu dem sie abgeben will. Andererseits kann die kursregulierende Bank in Verlegenheit kommen, wenn sie kein Material mehr besitzt. Die Steigerung der Kurse ist ihr wohl nach wie vor möglich, ihre Beeinflussung nach unten oder doch die Verhinderung ihres Steigens ist ihr erschwert.

Auch die sog. „Ausweichkurse", deren Bekanntwerden in der Oeffentlichkeit seinerzeit viel Aufsehen erregte, sind nur in Papieren möglich, in welchen zur betreffenden Zeit keine Umsätze stattfinden. Das Bestreben der Bank, ihre Papiere mit G im Kurszettel notiert zu sehen, damit sie gegenüber dem Publikum als gefragt erscheinen, macht die Notiz in manchen Papieren zu einer reinen Formsache und hat in einigen wenig gehandelten Papieren, kleineren Industrieaktien und Kommunalanleihen Fälle gezeitigt, in denen die Bank gegenüber limitierten Verkaufsordres von Kapitalisten ihr eigenes Kauflimit stets einen Bruchteil unter dem des Verkäufers festsetzt, dem Verkaufsantrag „ausweicht" und den zu herabgesetztem Limit erneuten Verkaufsversuchen mit dem gleichen Verfahren begegnet. Durch dieses Verfahren wird einmal erreicht, daß das tatsächliche Angebot auf dem Kurszettel nicht zum Ausdruck kommt und das Papier durch die G-Notiz in stetiger Nachfrage erscheint, andererseits der Bank Aufnahme des angebotenen Papieres zu gedrücktem Kurse möglich ist. Die Kenntnis der Gegenordres gibt der Bank die Möglichkeit, ihre eigenen danach einzurichten und durch sie die Notiz zu bestimmen. Daß der Berliner Einheitskurs ein solches Verfahren erheblich erleichtert, bedarf hier keiner näheren Ausführung.

Jedenfalls ist es durchaus berechtigt, auf die Unzulänglichkeiten unseres heutigen Kurszettelsystems in bezug auf Wahrheit und Vollständigkeit hinzuweisen. Das Fehlen aller Angaben über die getätigten Umsätze ist ein bedauerlicher aber nur schwer zu beseitigender Mißstand. Die überaus genauen Berichte über die einzelnen Börsentage, welche Buchwald seit einiger Zeit in einer besonderen Tageszeitschrift herausgibt und welche neben der Angabe der Kursschwankungen auch genaue Schätzungen über die Höhe der Umsätze der Kassapapiere geben, sind, wenn sie auch nicht in allen Einzelheiten unbedingte Zuverlässigkeit in Anspruch nehmen können, ein erster, wenn auch unzulänglicher Schritt auf dem Wege zur Beseitigung dieser Mängel. Namentlich den Banken der Provinz, die mangels Vertretung am Börsenplatze nur zu oft ein getrübtes und unrichtiges Bild von der wirklichen Bewegung des Marktes aus dem Kurszettel erhalten, ist für ihren Börsenverkehr hierdurch ein gutes Hilfsmittel an die Hand gegeben.

Die starken Interessen, welche die Banken mit industriellen Unternehmungen durch Aktienbesitz und Kontokorrentgeschäft verknüpfen, und die meist hierauf gegründete genaue Kenntnis der Verhältnisse der Gesellschaft, der Festigkeit ihrer Grundlagen, der Ergiebigkeit ihrer einzelnen Produktionszweige, ihrer Dividenden-

aussichten usw. verleihen ihren Geschäften an der Börse eine Beachtung und Autorität, welche vor allem in dem Verhalten der kleinen Spekulation bezeichnend zum Ausdruck kommt. Der kleine Spekulant glaubt mit Recht, daß der Bankier oder die Bank bestrebt sind, die genaue Kenntnis der Entwicklung der ihnen nahestehenden Gesellschaften spekulativ auszubeuten, und er weiß, daß diese Spekulation, wenn sie sich auf tatsächliche Vorgänge in den betreffenden Gesellschaften stützt, eine ziemlich sichere und gefahrlose ist und der spekulierenden Bank erhebliche Gewinne abwirft. In dem Bestreben, an derartigen Spekulationsgewinnen mit teilzuhaben, schenken sie dem Verhalten der Banken, besonders dem der mit der Großindustrie verbundenen Großbanken, besondere Aufmerksamkeit und spekulieren in der Regel in der gleichen Richtung, in welcher die Bank es zu tun scheint. So geschieht es, daß bei allen größeren Börsengeschäften die Banken einen Schwarm von Mitläufern im Gefolge haben, die sich gegenseitig den Rang abzulaufen begierig sind. Die in der Menschennatur begründete Neigung, das eigene Urteil zurückzustellen, durch andere beeinflußen zu lassen und so zu handeln, wie die Mehrheit handelt, macht sich hier geltend. Die dem Verhalten der Bank innewohnende suggestive Wirkung äußert sich meist darin, daß die den Börsenvertreter der Bank umstehenden Spekulanten versucht sind, das zu tun, was die Bank tut, zu kaufen, wenn sie kauft, zu verkaufen, wenn sie verkauft. Hieraus erklärt sich die Tatsache, wie auch verhältnismäßig kleine Bankengagements einen so großen Einfluß auf die gesamte Marktbewegung ausüben können. Ein erheblicher Teil der Spekulation schließt sich der Bank an und verlängert so den Arm des Hebels, mit dessen Hilfe sie den gesamten Börsenapparat in Bewegung setzen und auf die Richtung des Marktes in bewußter Weise einwirken kann.

Die Wirkung dieses Verhältnisse auf die Spekulation ist die denkbar ungünstigste. Sie macht dieselbe zu einer wenn auch nicht immer willigen, so doch völlig abhängigen Gefolgschaft der großen Banken. Die Zeiten sind vorüber, in denen berufsmäßige Spekulanten den Verlauf der Börsenlage entscheidend bestimmten. Wohl ist auch heute die Spekulation auf die Gestaltung der Engagementsverhältnisse und die allgemeine Börsenentwicklung von großer Bedeutung und ist bei einem untätigen Verhalten der Banken gewöhnlich ausschlaggebend, aber es handelt sich bei ihr doch in der Hauptsache mehr um ein Verstärken oder Abschwächen der schon vorhandenen Börsenlage, die als Spiegelung der allgemeinen Wirtschaftsverhältnisse, der Stimmung des Publikums oder als eine von den Banken hervorgerufene Gestaltung hingenommen und ausgenutzt werden muß, weniger um einen richtunggebenden Einfluß. Dazu bilden die Banken in ihren geschäftlichen Berechnungen eine ungewisse, vielfach geradezu unberechenbare Größe. Die Schwierigkeit für sie, das Verhalten der Banken richtig zu beurteilen, liegt einmal darin, daß die Engagements der Banken auf

eigene Rechnung von ihren Kommissionsgeschäften ununterscheidbar sind. Für ihre eigenen Engagementsverhältnisse ist es von großem Wert, zu wissen, ob eine durch größere Käufe oder Verkäufe hervorgerufene Veränderung der Börsenlage von den Banken inszeniert worden oder auf Meinungsordres des außenstehenden Publikums zurückzuführen ist. Andererseits ist es für die Spekulation ungeheuer schwer, den Charakter der Bankaufträge in bezug auf ihre Ernsthaftigkeit zu prüfen, zu unterscheiden, ob es sich um eigene Spekulation der Bank oder um Schein- und Regulierungsgeschäfte handelt. Dieses letztere Moment ist interessant genug, daß wir ihm einen besonderen Absatz widmen.

Von verschiedenen Seiten*) wird den Banken vorgeworfen, daß sie infolge der durch Scheingeschäfte betriebenen Kursmanipulation eine Fälschung der durch Angebot und Nachfrage hervorgerufenen Wirkung auf die Kurse herbeiführten. Man folgert, daß die Bank, wenn sie für eigene Rechnung zu kaufen beabsichtige, Interesse an niedrigen Kursen habe und daß sie deshalb an der Börse durch Verkäufe den Kurs möglichst zu drücken suche, um zu dem niedrigen Kurse den größten Teil der gewünschten Papiere außerhalb der Börse anfzunehmen. Umgekehrt macht sich bei Verkäufen der Bank für eigene Rechnung ihr Interesse an hohen Kursen durch offensichtliche Käufe an der Börse geltend, während sie zugleich die auf den gewünschten Kursstand gehobenen Wertpapiermengen außerhalb der Börse abfließen läßt. Angebot und Nachfrage wirkten daher umgekehrt auf den Kurs. Hierdurch werde die Börse in ihrer bedeutungsvollen öffentlichen Aufgabe, der objektiven, allein in den tatsächlichen Verhältnissen des Marktes begründeten Bewertung der Wertpapiere, schwer geschädigt und aus ihrer zentralen volkswirtschaftlichen Rolle zu der eines dienenden Werkzeugs der herrschenden Kapitalmächte herabgedrückt. Die Bank handhabe so die Börse als eine „Maschine, mittels deren sie ihr dem Publikum entgegengesetztes Interesse zum Ausdruck bringe“. In der Tat muß man sagen, daß die Börse immer mehr in die Rolle eines solchen dienenden Werkzeugs der den Markt beherrschenden großen Banken hineingewachsen ist und daß die Kursbewegung in der geschilderten Weise von den Banken für ihre privatwirtschaftlichen Interessen bearbeitet wird. Wenn man gegenüber der Behauptung des „Praktikers“ von der umgekehrten Wirkung von Angebot und Nachfrage auf den Kurs den richtigen Einwand**) erhebt, daß die Banken die Ware doch auf Grund einer Nachfrage der Kundschaft, für die sie der Kommissionär sind, abgeben, daß die Nachfrage der Banken an der Börse in Wahrheit Nachfrage der Kundschaft sei, so darf doch auch der Umstand nicht unberücksichtigt bleiben, daß es den Banken nicht

*) Von einem Praktiker. Wie kann man die Börse mehr der Allgemeinheit dienstbar machen? Schmollers Jahrbuch 1907. S. 4. Ferner G. Wernert, Jahrbuch f. Nat. u. Stat. 1907. S. 643.

**) Prion, a. a. O. S. 58.

an Mitteln und Wegen fehlt, diese Nachfrage in eine bestimmte Richtung zu lenken. Während die Bank den Börsenkurs eines bestimmten Papiers steigert, werden gleichzeitig ihre Kunden auf seine weitere Steigerungfähigkeit und seine Güte aufmerksam gemacht, es wird ihnen vor anderen Papieren empfohlen und wird gekauft. Ein betrügerisches und pflichtwidriges Verhalten des Bankkommissionärs braucht hierbei keinesweges vorzuliegen und es kann sich um durchaus sichere und anlagewürdige Werte handeln. Der Bank liegt nur daran, den Verkauf dieser Wertpapiere möglichst gewinnreich durchzuführen, und dieses Bestreben kommt in der vorherigen und gleichzeitigen Kurssteigerung zum Ausdruck. Das Selbsteintrittsrecht des Kommissionärs ist für dieses Verfahren selbstverständlich Voraussetzung.

Viel wichtiger jedoch als diese Praktiken und für die Beantwortung der volkswirtschaftlichen Kernfrage nach der Stellung der Börse im heutigen Wirtschaftsleben von grundlegender Bedeutung ist die Tatsache, daß ein großer Teil der Wertpapierumsätze sich überhaupt nicht mehr an der Börse vollzieht, sondern sich in den Bureaus der großen Banken abspielt. Die Würdigung dieser Tatsache macht einen Blick auf die Gestaltung des Kommissionsgeschäftes notwendig.

Auch das Kommissionsgeschäft steht unter dem Einfluß der Konzentrationsbewegung. Diejenige des Kommissionsgeschäftes ist jedoch mehr eine Begleiterscheinung dieses kreditwirtschaftlichen Gesamtprozesses. Sie hat sich nicht mit gleicher Raschheit und Schärfe wie die im Emissionsgeschäft durchgesetzt, auch sind bei der Eigenart der Wertpapierkommission die Voraussetzungen dafür hier nicht in gleichem Masse gegeben wie dort. Das Kommissionsgeschäft ist gerade für die kleinen Firmen dasjenige Betätigungsfeld, auf dem sie durch die vor sich gegangene Bankenkonzentration verhältnismäßig am wenigsten berührt oder verdrängt worden sind. Für den typischen kleinen Bankier bildet es den Hauptgeschäftszweig, er steht und fällt mit ihm. Die verhältnismäßig geringen Anforderungen, welche der Betrieb des Kommissionsgeschäfts an die Befähigung und Kapitalkraft seiner Träger stellt, hat sogar eine erhebliche Ueberfüllung des kleinen Bankierstandes und damit gleichzeitig schlimme Auswüchse und Mißstände im Kommissionsgeschäft mit sich gebracht. Manche kleine Bankiers, welchen das reguläre Bankgeschäft in seinen hauptsächlichen und wichtigen Formen unzureichende Erträgnisse abwirft, eröffnen Spezialgeschäfte für Wertpapierkommission. Die durch einen erbitterten Konkurrenzkampf geschaffene wirtschaftliche Notlage zwingt manche kapitalschwache Existenzen zur Anwendung der bedenklichsten Mittel, um sich an der Oberfläche zu halten. Der Grundsatz dieser Winkelbankiers (bucketshops) ist Kundenfang um jeden Preis, d. h. eine oft mit gutem Geschick betriebene, umfangreiche Propagandatätigkeit zum Börsenspiel. Meist ist es ihnen weniger um die schmalen Provisionsgewinne aus Börsenaufträgen zu tun. Man

spekuliert selbst gegen den Kunden, dessen Spekulationseifer man vorher in die gewünschte Richtung gelenkt hat, und rechnet vor allem auf das Einheimsen des vom Kunden geforderten Einschusses, der nach den „Geschäftsbedingungen“ im Falle der Zahlungsunfähigkeit dem Kommissionär verfällt. Seit Jahren wehrt sich das anständige Bankgewerbe gegen das Treiben und die Geschäftspraktiken dieser halt- und wurzellosen Existenzen, deren Schmarotzertätigkeit vor allem den guten Ruf der kleinen reell arbeitenden Bankiers gefährdet. In letzter Zeit hat besonders der Zentralverband des deutschen Bank- und Bankiergewerbes den Ausbau eines besonderen Warnungsdienstes und eine aufklärende Tätigkeit in der deutschen Provinzpresse in Angriff genommen.

Wenn hier von einer Konzentration des Kommissionsgeschäftes gesprochen wird, so denken wir dabei weniger an eine Schädigung oder Zerstörung seiner schwächeren Träger durch eine übermächtige Konkurrenz als an die Anhäufung dieser Geschäfte bei den großen Aktienbanken. Denn die Großbanken haben im Laufe der Zeit durch ihre territoriale Entfaltung, durch die Verbreiterung der rentnerischen Volksschicht und durch die Uebernahme der Kundschaft der angegliederten Banken und Bankiers eine ungeheure Vermehrung ihres Kundenkreises erfahren. Zahlreiche Banken und Bankiers der Provinz, die keine eigene Vertretung am Hauptbörsenplatze des Landes besitzen, sind genötigt, zum Zwecke der Ausführung der ihnen erteilten Aufträge eine ständige Verbindung mit einem Bankhause der Hauptstadt einzugehen, welchem sie die Aufträge ihrer Kunden zur Erfüllung weitergeben. Den regelmäßigen Weg bildete lange Zeit für sie die Kommanditierung von Privatbankiers. Indessen wandten sich viele von den Großbanken abhängige und mit ihnen befreundete Provinzfirmen immer mehr unmittelbar an diese und damit kamen zahlreiche Kommissionsgeschäfte für auswärtige Banken, die ihrerseits als Kommissionäre von Dritten handeln, den Großbanken zugute. Letztere erhalten damit einen wesentlichen Teil der Kundschaft der Provinzhäuser mittelbar zugewiesen.

In ihrem Kommissionsgeschäft pflegen die größeren Banken mit der Kundschaft sich zu vereinbaren, daß sie sich bei allen Kauf- und Verkaufsaufträgen das Recht des Selbsteintritts vorbehalten. In der Regel findet sich in den Geschäftsbedingungen folgende Stelle*): „Aufträge zum Ankauf oder Verkauf von Wechseln oder Wertpapieren, für die ein Markt- oder Börsenpreis amtlich festgestellt ist, sind, falls nicht eine gegenteilige Erklärung am Tage der Ausführungsanzeige abgegeben wird, von der Bank als Selbstkontrahentin vollzogen. Das Recht der Bank, als Selbstkontrahentin das ihr aufgetragene Geschäft auszuführen, kann nur durch ausdrückliche Erklärung des Kunden ausgeschlossen

*) Beispiel der Dresdner Bank.

werden.“ Damit ist es der Bank bis zu einem gewissen Grade in die Hand gegeben, ob und wieviel von den erhaltenen Aufträgen sie an die Börse gelangen lassen will.

Heute strömen den Großbanken die Börsenaufträge aus allen Teilen des Reiches in gewaltigem Umfange zu. Ein ungeheurer Teil des gesamten Angebots und der gesamten Nachfrage konzentriert sich in ihren Börsenkontoren. Durch die Möglichkeit des Selbsteintritts nehmen sie die Befriedigung der Aufträge in großem Maßstabe selbständig vor und ihre eigenen großen Wertpapierbestände leisten ihnen dabei eine mächtige Hilfe. Ein Kundenkreis von ungeheurer Ausdehnung bringt ihnen fast täglich Kauf- und Verkaufsaufträge über Wertpapiere derselben Gattung zu gleichen Kursen. Wenn die Summe, welche der Käufer aufnehmen will, die gleiche ist, wie die vom Verkäufer aufgegebene, so führt die Bank die Aufträge an der Börse nicht aus, sondern rechnet dieselben gegeneinander auf, sie „kompensiert“. Eventuelle überschüssige „Spitzen“ werden an der Börse erledigt.

Damit übernimmt die Großbank in erheblichem Maße selbst Funktionen der Börse. Die Ausgleichung eines großen Teiles von Angebot und Nachfrage ist in ihre Hände übergegangen. Die einzelne Großbank stellt damit selbst einen Wertpapiermarkt dar, der sich von dem offiziellen, abgesehen von seinem geringeren Umfange, vor allem dadurch unterscheidet, daß er von der Kursfeststellung des andern abhängig ist und sich die getätigten Umsätze unter Ausschluß der Oeffentlichkeit und im Rahmen einer privaten Erwerbsunternehmung vollziehen. Obwohl die überwältigende Mehrzahl der Aufträge unter Inanspruchnahme der Börse vollzogen wird und vollzogen werden muß, so ist doch die planmäßige Ablenkung auch nur eines Teiles der Umsätze auf die Objektivität der Preisbildung von Einfluß. Es kann daher auch hierdurch die wahrheitsgetreue und scharfe Spiegelung von Angebot und Nachfrage im Börsenpreis getrübt werden.

Dritter Abschnitt.

Der Börsenkredit.

Von großer Bedeutung auf die Gestaltung der Börsenverhältnisse ist schließlich die Rolle, welche die Banken als Geldgeber an der Börse und im Verkehr mit der Kundschaft spielen. Großbanken und Großbankiers kommen hier als die Hauptgeldgeber in Betracht. Ihre große Kapitalkraft, die sowohl auf eigenen wie auf fremden Geldern beruht, setzt sie in den Stand, neben der Kreditgewährung für die Industrie und den Warenhandel auch die umfangreichen Geldansprüche der Börse, der berufsmäßigen Spekulation und des spekulierenden Publikums zu befriedigen.

Für eine Betrachtung des Kundenkredits im Kommissionsgeschäft sind zunächst einige Tatsachen des Kommissionsrechts von Wichtigkeit. Der Kunde hat in der Regel die Wahl, den vollen Anschaffungspreis sogleich zu entrichten oder nur einen Teil desselben, und zwar als Kaution in bar oder in börsengängigen Wertpapieren. Im letzteren Falle legt die Bank die Hauptsumme aus. Sie hat nicht allein wegen ihrer Forderungen aus dem einzelnen Kommissionsgeschäfte, sondern wegen aller Forderungen aus laufender Rechnung an den Wertpapieren, die sich in ihrer Verfügungsgewalt befinden, ein gesetzliches Pfandrecht. Wenn die Papiere rechtlich in ihrem Eigentum stehen, steht ihr ein dem Pfandrecht entsprechendes Befriedigungsrecht zu. In der Einkaufskommission geht das Eigentum an den Wertpapieren zunächst an die Bank über. Sie ist jedoch verpflichtet, dem Kunden binnen drei Tagen ein Stückeverzeichnis zu übersenden, mit dessen Absendung spätestens das Eigentum an den Auftraggeber übergeht. Ein Verzicht des Kunden auf die Uebersendung des Stückeverzeichnisses ist nur dahin wirksam, wenn er bezüglich des einzelnen Auftrags ausdrücklich und schriftlich erklärt wird.

Der tatsächliche Zustand ist jedoch ein anderer als der vom Gesetzgeber gewünschte. Der Verzicht auf Nummernaufgabe, vom Gesetz als Ausnahme gedacht, bildet heute vielfach die Regel. Die Auftragsscheine, welche die Banken an die Kunden ausgeben, enthalten darüber zumeist folgende Bemerkung*): „Ich ermächtige Sie, die Wertpapiere bis zur Erlegung des Kaufpreises als Ihr

*) Dresdner Bank.

Eigentum zu betrachten, und entbinde Sie von der Uebersendung eines Nummernverzeichnisses an mich.“ In den zahlreichen Fällen, in denen der Kunde über ein eigenes Guthaben bei der Bank verfügt und die aufgegebenen Kaufordres den Betrag desselben nicht übersteigen, sind diese Erklärungen gegenstandslos. Sobald jedoch die Bank gleichzeitig als Kommissionär und Geldgeber auftritt, zeigt es sich, in wie weitgehendem Masse sie den ihr vom Gesetz gelassenen Spielraum auszunutzen in der Lage ist und wie abhängig die Stellung des mit fremdem Gelde Spekulierenden gegenüber dem Kreditgeber ist.

Im Kassageschäft kommt diese Kreditgewährung vor allem in Frage. Hier verlangt die Eingehung des Engagements die sofort nachfolgende Ausführung. Kaufpreis und Zinsen werden dem Käufer vom Tage des Geschäftsabschlusses an belastet. Die Bank, welche von ihren Kunden Kaufaufträge erhält, ist verpflichtet, die Kaufsumme sofort, bezw. wenige Tage darauf dem Verkäufer an der Börse zu entrichten. Die Bank kreditiert dem Kunden den zu zahlenden Betrag, zur Sicherung gegen Verluste fordert sie jedoch einen Einschuß, der in der Regel 10—12% vom Nennwert des Papieres bemessen wird und der Größe der Verlustgefahr einigermassen nahekommen soll. Der Kunde kann dann unter Inanspruchnahme nur geringer eigener Mittel Spekulationen eingehen. Der Nachteil liegt für ihn nur darin, daß er jederzeit gefaßt sein muß, daß die Bank oder der Bankier ihm die gewährten Kredite wieder kündigt. Wenn die Kurse der gekauften Papiere sinken, kann die Bank die Leistung von Nachschüssen verlangen, für welche auch Hinterlegung von Börsenwerten in Frage kommt, und im Verzugsfalle im Wege des Selbsthilfeverkaufs die gekauften Papiere durch einen Kursmakler zu dem laufenden Preise veräußern lassen. Dieses Verfahren schließt für die Wertpapierspekulation des Publikums erhebliche Härten in sich. Auf der einen Seite Unterstützung des mittellosen Spekulanten durch leichte Kreditgewährung, auf der andern ein unerbittliches Vorgehen mit Nachschußforderung und Selbsthilfeverkauf, wenn durch geringe Kurseinbuße die Deckung etwas vermindert wird, ein solcher Zustand muß unzuträgliche und ungesunde Verhältnisse herbeiführen. Beträgt der von der Bank geforderte Einschuß nur 10%, so kann im einzelnen Falle der Spekulant, der nur eine Deckung von 10 000 Mark beizubringen imstande ist, ein Engagement über 100 000 Mark mit Leichtigkeit eingehen. Das Unheilvolle dieses Systems liegt darin, daß der hinterlegte Einschußbetrag vielfach die äußerste finanzielle Leistungsfähigkeit des Spekulanten darstellt. Schlägt seine Spekulation fehl, erfolgt ein Kursrückgang, dann ist er außer stande, die geforderten Nachschüsse zu leisten, und die Bank zögert nicht, die sofortige Lösung des Engagements für Rechnung des Kommittenten vorzunehmen. Vielfach fehlen in den Geschäftsbedingungen auch alle Angaben über eine dem Kommittenten zustehende Frist, innerhalb deren er die Verstärkung

der Deckung vorzunehmen hat. Die Wirkungen der Zwangsverkäufe drücken die Kurse weiter, was wiederum die zwangsweise Lösung anderer Engagements herbeiführt. In Zeiten niedergehender Konjunktur mit ihren zahlreichen und verhängnisvollen Kursstürzen, in denen das Publikum noch mit Engagements überladen ist, werden diese Maßnahmen besonders wirksam. Die Fälle, in denen die Kunden zu ungünstigen Kursen verkaufen müssen, sind dann überaus zahlreich, die Kursrückgänge werden verstärkt. Sie bieten den Banken die willkommene Gelegenheit, die tiefgesunkenen Werte, die mehr durch allgemeine Börsenverwirrung als durch die Veränderung ihres inneren Wertes gelitten haben, wieder aufzunehmen in der ziemlich sicheren Erwartung, daß über kurz oder lang eine Erholung der Wirtschaftslage einsetzen wird und die an sich guten Papiere ihrem früheren Stande zuführt. Die Freiheit, welche den Banken billigerweise kaum bestritten werden kann, in dem Kreditverhältnis zu ihren Kunden die ihnen durch Gesetz und Vertrag zustehenden Befugnisse bald lose zu handhaben, bald unerbittlich durchzuführen, gibt ihnen auch auf das Maß der Beteiligung von weniger kapitalkräftigen Schichten des Publikums einen gewissen Einfluß. Reichliche und billige Kreditgewährung an das spekulierende Publikum erleichtert die Beteiligung desselben an Wertpapierkäufen und kann so dem Hausseinteresse der Banken dienen. Freilich kann die Bank die Behandlung der mit ihrem Gelde spekulierenden Kunden nicht immer willkürlich bestimmen. Durch den Gang der tatsächlichen Verhältnisse wird ihr vielfach ihre Haltung vorgeschrieben. In den kritischen Tagen des Konjunkturwechsels zwingt die Sorge um die Erhaltung ihrer eigenen Widerstandskraft die Banken, auch die großen Unternehmungen, gegenüber der Kundschaft zu einer rücksichtslosen Selbstverteidigung. Die Kündigung der Kredite und die Nachschußforderungen treffen große Teile des Publikums unvorbereitet. Hierzu tritt noch die zu solcher Zeit schwere Realisierbarkeit vieler Kassawerte, deren Angebot weitere Kursstürze nach sich zieht. Das Angebot der gekauften Papiere zu jedem Preis führt dann zu schweren und oft verhängnisvollen Vermögensverlusten der Spekulanten und des Publikums.

In der Ermöglichung einer ausgedehnten Spekulation mit geringen Mitteln durch die Banken liegt daher ein schwerer und nicht genug zu rügender Mißstand. Wie viel besser steht sich demgegenüber der kapitalbesitzende Spekulant, der in der Lage ist, die gekauften Papiere mit eigenem Gelde bar zu bezahlen! Einmal veranlaßt ihn das Aufsspielsetzen eigener Mittel zu einer vorsichtigen Auswahl seiner Spekulationen, andererseits steht er nicht in der Gefahr, durch Umstände, welche mit der Spekulation nichts zu tun haben, zur Lösung seiner Engagements veranlaßt zu werden. Er kann mit größerer Ruhe und Sicherheit den Verlauf der Kursentwicklung abwarten, er kann sich auf langfristige Spekulationen einlassen, welche für den mit Kredit Spekulierenden

in der Regel ganz ausgeschlossen sind. Was das Wichtigste ist, er sieht sich nicht wie viele seiner kapitalarmen Kollegen bei einem Fehlschlage der Spekulation dem wirtschaftlichen Ruin ausgeliefert.

Das Börsengesetz von 1896 hat infolge des Terminhandelverbots in den Anteilen von Bergwerk- und Fabrikunternehmungen das Kassageschäft in der folgenden Zeit in den Vordergrund des Börsenverkehrs gerückt und damit auch der Konzentration des Kommissionsgeschäfts Vorschub geleistet. Die Pflege des Kommissionsgeschäfts machte die Bereithaltung größerer Kassenbestände notwendig, um den Kreditansprüchen der spekulierenden Kundschaft gerecht zu werden. Die Großbanken konnten dem durch die Erhöhung ihrer Aktienkapitalien leicht Rechnung tragen. Für die kleineren Banken und Bankiers war eine Vermehrung ihrer Betriebsmittel nur mit Schwierigkeiten möglich. Sie waren in großem Umfange auf Vorschüsse von seiten der Großbanken angewiesen und wurden damit von deren jeweiliger Geldflüssigkeit abhängig. Krediteinschränkungen der Großbanken gegenüber den kleineren Bankiers und Banken übten daher gleichzeitig eine Rückwirkung auf die Kreditbeziehungen dieser zu ihren Kunden dergestalt aus, daß diese sich ihrerseits zu Kreditkündigungen und Nachschußforderungen gezwungen sahen. Zu den Großbanken sich zu wenden, bei welchen dieser auf die Abhängigkeit von einem mächtigen Geldgeber beruhende unsichere Faktor fehlte, sah sich deshalb ein Teil ihres bisherigen Kundenkreises veranlaßt.

Diese kurzen Andeutungen genügen hier, um die Stellung der Bank als Kommissionär in den Kreditbeziehungen zu ihren Kommittenten zu kennzeichnen. Bedeutungsvoller für die Zwecke unserer Betrachtung ist ihre Geldgebereigenschaft für die berufsmäßige Börsenspekulation und die sich hieraus ergebenden Folgerungen für die Machtverhältnisse innerhalb der Börse. Hierbei spielen die Unterschiede zwischen dem Termingeschäft und dem Kassageschäft und die sich hieraus ergebenden Wirkungen für den Börsenkredit eine wesentliche Rolle.

Das Termingeschäft stellt die höchst entwickelte Form des börsenmäßigen Handels dar. Die Erfüllung des Geschäfts erfolgt nicht wie im Kassageschäft zur Zeit des Abschlusses desselben, sondern die beiden Kontrahenten sind dazu erst an einem späteren, nach fester Börsenusance bestimmten Zeitpunkte verpflichtet. Die Vorteile aus der Hinausschiebung der Vertragserfüllung kommen gleichmäßig beiden Parteien zugute, dem Käufer für die Abnahme, dem Verkäufer für die Lieferung der Ware. Die in der Literatur weit verbreitete Auffassung*), daß das Termingeschäft ein Kreditgeschäft sei, wird neuerdings auch von Prion**) vertreten. Das Termingeschäft sei für beide Teile, Käufer wie Verkäufer, „die

*) Vgl. die bei Prion, a. a. O. S. 62. angegebene Literatur.
**) Ebendort.

höchste Form des Kredithandels". Begründet wird diese Behauptung lediglich mit dem Hinweis, daß der Käufer erst am Monatsende zu zahlen und der Verkäufer erst an diesem Zeitpunkte zu liefern habe. Leider unterläßt auch er die für die Beantwortung der Frage unerläßliche Voraussetzung, den Begriff des Kredits oder doch des Kreditgeschäfts klarzustellen. Wohl ist auch heute noch der Begriff des Kredits einer der bestrittensten der theoretischen Wirtschaftswissenschaft und es kann hier nicht unsere Aufgabe sein, eine der bestehenden Begriffsbestimmungen als die allein zutreffende hinzustellen oder ihnen eine neue hinzuzufügen. Es darf jedoch festgestellt werden, daß auch bei den Theoretikern (wie Rau, Hildebrand, Cohn, Wagner u. a.), welche in ihrem Kreditbegriff das Hauptgewicht auf das subjektive Moment des Vertrauens legen, dahin Uebereinstimmung herrscht, daß das Wesen des Kreditgeschäfts einen objektiven wirtschaftlichen Güteraustausch in sich schließt mit der Befugnis des einen Kontrahenten zur Verwendung fremder Güter gegen das Versprechen einer Gegenleistung. Ein Kreditgeschäft ist eine Vereinbarung einer bestimmten Leistung gegen eine spätere Gegenleistung *).

Es ist klar, daß, wenn man ein Kreditmoment im Termingeschäft anerkennen würde, jede der beiden Parteien zugleich Kreditgeber und -nehmer sein müßte, daß ebenso unter dem Gesichtspunkt der Warenübertragung der Verkäufer Kreditnehmer und der Käufer Kreditgeber sein würde wie vom Standpunkte der Bezahlung der Ware der Zahlungsempfänger Kreditgeber und der Zahlungsverpflichtete Kreditnehmer. Das ist aber das wesentliche Merkmal des Termingeschäfts, daß beide Kontrahenten den Termin der Vertragerfüllung im Vertrage selbst auf den ultimo des Monats hinausschieben, daß sie bis zu diesem Zeitpunkte keinerlei Verpflichtungen aus dem Vertrage haben und daß erst mit diesem Zeitpunkte die Leistungsverpflichtung einsetzt. Wohl kommt auch im Termingeschäft ein gewisses Vertrauensmoment in Betracht, nämlich die Erwartung jeder Partei, daß die andere ihren aus dem Vertrage sich ergebenden Erfüllungspflichten nachkommt. Jedoch genügt das Vertrauensmoment nicht, es kann niemals das entscheidende Merkmal für den Begriff des Kreditgeschäfts bilden. Hinzutreten muß in jedem Falle eine Uebertragung von Vermögensobjekten zwischen beiden Parteien gegen die Forderung auf künftige Leistung des Gegenwerts. Eine solche Uebertragung fehlt im Termingeschäft. Die Leistung beider Parteien erfolgt gleichzeitig. Die Auffassung vom Termingeschäft als einem Kreditgeschäft stützt sich lediglich auf das zeitliche Auseinanderfallen von Vertragabschluß und Vertragerfüllung und das darin liegende Moment gegenseitigen Vertrauens der Kontrahenten. Der Austausch der Ware und des Geldes erfolgt im Termingeschäft wie im Kassageschäft Zug um Zug, nur ist im Termingeschäft dieser Austausch

*) Vgl. Lexis, Art. Kredit im H. W. B. St.

auf das Monatsende verschoben, während er im Kassageschäft sogleich oder nur kurze Zeit nach Vertragschluß erfolgt. Ein Kreditgeschäft läge erst dann vor, wenn eine der beiden Parteien später zu erfüllen hätte als die andere. Der Begriff des Kreditgeschäfts verlangt ein zeitliches Auseinanderfallen von Leistung und Gegenleistung. Ihr Zusammenfallen im Termingeschäft schließt ein Kreditgeschäft aus. Andernfalls müßte dann jedes handelsrechtliche Lieferungsgeschäft, bei dem der Verkäufer verpflichtet ist, an einem durch freie Vereinbarung bestimmten späteren Zeitpunkte dem Käufer gegen Erstattung des Kaufpreises die Ware zu liefern, ein Kreditgeschäft darstellen. Daß eine solche Auffassung den tatsächlichen wirtschaftlichen Vorgängen nicht gerecht wird, ist zweifellos und deshalb muß die Behauptung, daß dem Börsentermingeschäft ein Kreditgeschäft zugrunde liegt, bestritten werden.

Die große Erleichterung, welche der Börsenverkehr dadurch erhält, daß zwischen Geschäftabschluß und Geschäfterfüllung eine längere Frist dazwischen liegt, macht sich praktisch in einer umfangreichen Teilnahme der berufsmäßigen Spekulation an dieser Geschäftsform geltend. Hierdurch wird jene Erweiterung des Interessentenkreises und damit jene Ausdehnung des Marktes geschaffen, welche in den Erörterungen über den Terminhandel eine hervorragende Rolle spielt. Für die Börsenkreditverhältnisse ist die Tatsache von tiefgreifender Bedeutung, daß das Termingeschäft die Eingehung der Spekulation ungeheuer erleichtert und daß diese auch seitens des kapitalarmen Spekulanten ohne jede Inanspruchnahme des Kredits erfolgen kann. Während auf dem Kassamarkte jeder Käufer gegen sofortige Lieferung der Wertpapiere zu sofortiger Barzahlung verpflichtet ist und hierzu nötigenfalls Kredite aufnehmen muß, ergibt sich für ihn auf dem Terminmarkte die Notwendigkeit der Mittelbeschaffung erst am ultimo des Monats. In der Regel macht der Spekulant vor diesem Termin das entsprechende Gegengeschäft, d. h. er verkauft und im Falle des Verlustes liegt ihm lediglich die Begleichung der Differenz ob. Im Gegensatze zu der Eingehung der Spekulation im Termingeschäft, welche keinerlei Kreditaufnahme notwendig macht, steht ihre Weiterführung, für welche seine Inanspruchnahme sich meist nicht umgehen läßt.

Will ein Haussespekulant seine einmal eingenommene Stellung auch für den nächsten Monat noch aufrecht erhalten, verfügt er aber nicht selbst über die zur Bestreitung des Kaufpreises notwendigen Mittel, so besteht für ihn die Möglichkeit, durch Geldbeschaffung von dritter Seite und gegen Verpfändung der Papiere, zu deren Abnahme er am ultimo berechtigt ist, das eingegangene Engagement weiter in der Schwebe zu halten. In ganz ähnlicher Weise wird der Baissier, der an ein weiteres Sinken der Kurse glaubt und seine Spekulation noch nicht abbrechen will, die Stücke,

zu deren Lieferung er am ultimo verpflichtet ist, entleihen und dadurch in den Stand gesetzt, den für seine Deckungskäufe günstigsten Zeitpunkt zu wählen.

Die besonderen Geschäftsformen, welche sich für die Geld- und Stückebeschaffung der Terminspekulation herausgebildet haben, sind das Report- und das Lombardgeschäft. Wirtschaftlich beide Kreditgeschäfte, unterscheiden sich die beiden Prolongationsverfahren dadurch, daß beim ersteren die Kreditoperation sich in die juristischen Formen von Verkauf und Rückkauf für Geldbeschaffung und in die von Kauf und Verkauf für die Stückebeschaffung kleidet, und damit tatsächlich eine Beleihung zum vollen Tageswert (Liquidationskurs) in Ansatz kommt, während im Lombardgeschäft die Papiere unter dem Tageswert beliehen werden. Die Anlage in Reports enthält gegenüber dem Lombardgeschäft Elemente des Personalkredits, die Beleihung zum Liquidationskurse schließt in sich die Gefahr von Kursverlusten und erfordert daher auch eine Berücksichtigung der persönlichen Kreditwürdigkeit des Hereingebers, weshalb auch die Reportbedingungen gegenüber verschieden leistungsfähigen Kreditnehmern verschieden festgesetzt werden. Im Lombardverfahren bleibt dagegen die Beleihung unter dem Tageskurs. Die Hauptsicherheit liegt in dem gestellten Pfande, nur in geringem Maße in der Person des Geldnehmers. Hierdurch wird der Unterschied der Zinssätze in den beiden Kreditgeschäften bedingt, die im Reportgeschäft allgemein höher sind wie im Lombard. Das erstere findet seine größere Anwendung im Verkehr zwischen Bank und Kunden, das Lombardverfahren mehr zwischen den Bank- und Börsenfirmen. Die häufige Anwendung des eigentlichen Lombardgeschäfts, meist Ultimogeld genannt, das gegenüber dem Reportverfahren und dem uneigentlichen Lombard an der Börse immer mehr in den Vordergrund getreten ist, hat seinen Hauptgrund in der Steuerfreiheit, welche bei den oft nur geringen Kursgewinnen der Spekulation einen erheblichen Vorzug bedeutet.

Von den in Betracht kommenden Geldgebern im Prolongationsgeschäft stehen die Großbanken und Großbankiers an erster Stelle. Die außer ihnen sich mit der Gewährung von Reportkredit und Börsenlombard befassenden Firmen treten wegen ihrer geringeren Kapitalkraft weit hinter sie zurück. Die Gewährung von Prolongationskrediten durch die Banken steht für sie einerseits unter dem Gesichtspunkt der Kurs- und Börsenregulierung, andererseits unter dem der Kapitalanlage.

Die meisten Spekulationen werden eingegangen von Personen, deren Vermögen zu den von ihnen eingegangenen Verbindlichkeiten in keinem Verhältnis steht. Die technische Funktion des Wertpapierterminhandels rechtfertigt dies auch bis zu einem gewissen Grade insofern, als durch sie die Gelegenheit jederzeitigen Verkaufs der aufgenommenen Stücke besteht. Die Verlustgefahr, die der einzelne Spekulant übernimmt, erreicht daher fast niemals die

Höhe der zu zahlenden Kaufsumme, sondern beträgt nur einen Bruchteil derselben, nämlich die Differenzmöglichkeit zwischen Kauf- und Verkaufspreis. Mit dieser letzteren muß selbstverständlich der Spekulant immer rechnen. Er wird hierdurch in die Lage versetzt, ohne Schwierigkeiten Verbindlichkeiten einzugehen in einer Höhe, die seine Kapitalkraft um ein Vielfaches übersteigt. Bis zum Liquidationstermin muß er sich jedoch entscheiden, ob er seine Spekulation durch das entsprechende Gegengeschäft zum Abschluß bringen will. Die Kursbewegung seines Papiers ist für seinen Entschluß bestimmend. Jedenfalls findet sich am ultimo stets eine erhebliche Zahl von Spekulanten, welche noch nicht mit Vorteil realisieren können oder auch, weil sie weitere Kurssteigerungen erwarten, noch nicht realisieren wollen, die aber auch nicht Kapital genug besitzen, um die Vorräte abzunehmen und zu bezahlen. Sie sind daher darauf angewiesen, von anderer Seite sich einstweilen Geld zu beschaffen, mit dem sie die Stücke bezahlen und welches sie erst am nächsten ultimo zurückzuzahlen haben, wodurch ihnen die Fortsetzung der Spekulation möglich wird.

Die Banken, welche diese Geldbeschaffung übernehmen und hierfür auch allein in Frage kommen, führen auf dem Wege des Prolongationskredits der Börse ganz erhebliche Mittel zu, die damit zum größten Teile der berufsmäßigen Spekulation zugute kommen. Diese Geldbeschaffung seitens der Banken ist für die Spekulation eine unerläßliche Bedingung ihrer Wirksamkeit, man kann sagen, sie bildet die Grundlage ihrer Existenz. Wohl verständigen sich die Haussiers mit den Baissiers häufig unmittelbar, dienen sich gegenseitig in der Geld- und Stückebeschaffung und gewähren sich so die gewünschte Prolongation. Indessen wird hierdurch ihr Angewiesensein auf die Bankkredite nur wenig gemindert. Einmal gehören diejenigen Fälle zu den Seltenheiten, in denen Hausse und Baisse gleich stark sind und durch ihr gegenseitiges Aushelfen die Unterstützung der Banken zu einem guten Teile entbehrlich machen, bestimmend ist jedoch auch der Umstand, daß der einzelne Spekulant, der nun doch einmal darauf angewiesen ist, mit einer kapitalkräftigen und entgegenkommenden Bankfirma in ständiger Geschäftsverbindung zu stehen, vielfach vorzieht, die Prolongation mit Hilfe dieser durchzuführen, anstatt sich mit seinem gegen ihn spekulierenden Kollegen zu verständigen.

Diese Abhängigkeit der Spekulation vom Bankkapital ist es, welche den heutigen Kreditverhältnissen der Börse ihren Stempel aufdrückt. Für die Stellung der Banken zur Terminspekulation ergibt sich aus dieser Tatsache die wichtige Folge, daß sie auch auf dem Wege des Börsenkredits auf die Spekulation einen ziemlich weitgehenden Einfluß ausüben. Die Gestaltung der Geldverhältnisse am ultimo wird im wesentlichen von den Großbanken als den hauptsächlichen Geldgebern der Börse bestimmt. Ein eigentliches Monopol der Kreditgewährung besitzen sie aller-

dings nicht. Namentlich die beiden öffentlichen Unternehmungen, die Seehandlung und die Preußenkasse, wie auch manche Hypothekenbanken, Versicherungsgesellschaften und anderes privates, auch ausländisches Kapital treten ihnen als unangenehme Mitbewerber zur Seite. Indessen sind die Börseninteressen dieser Geldgeber verhältnismäßig gering. Sie betrachten das Ausleihen ihrer Gelder fast ausschließlich unter dem Gesichtspunkt rentabler Anlage, weshalb bei ihnen die Absicht, den Markt zu beeinflussen, in der Regel fehlt. Für die großen Kreditbanken bildet dagegen die Zuführung oder Zurückhaltung von Prolongationskrediten einen Teil ihrer Kurs- und Börsenpolitik überhaupt. Stehen dem Markte am ultimo reichliche Gelder für Report- und Lombardgeschäfte und zu billigen Sätzen zur Verfügung, so wird die Neigung der Spekulation, Hausseengagements einzugehen, verstärkt. Der einzelne Spekulant rechnet damit, daß für den Fall, daß die erhoffte Kurssteigerung langsamer und erst später vor sich geht, er in der Lage ist, ohne erhebliche Unkosten die Verlängerung seiner Engagements zu bewirken.

Umgekehrt kann eine Knappheit an Prolongationsgeldern, welche namentlich in Zeiten stark ausgedehnter Spekulation und anziehender Diskontsätze eintritt, eine Baissebewegung des Marktes auslösen und damit den nach oben spekulierenden Händlergruppen ernste Erschwernisse bereiten. Sie hat meistens ihre natürliche Ursache in den allgemeinen Verhältnissen des Geldmarktes, kann jedoch auch durch bewußte Vorenthaltung der sonst der Börse zur Verfügung stehenden Kapitalien seitens der Banken veranlaßt werden. Auch in Zeiten ungesunden Spekulationsdrangs, vor Ausbruch einer Krisis, sehen sich die Banken genötigt, umfangreiche Barreserven bereit zu halten, was dann ihre Zurückhaltung im Prolongationsgeschäft im Gefolge hat. Eine plötzliche Steigerung der Geldsätze führt zur Geldnot am ultimo und kann den Markt völlig verwirren. Die hohen Zinsen, die der einzelne Spekulant für die Prolongation zahlen muß, machen eventuelle Kursgewinne zunichte. Er wird veranlaßt, zu verkaufen. Seine Verkäufe drücken die Kurse weiter, was wieder anderen die Gefahr starker Kurseinbußen naherückt. Teures Prolongationsgeld ruft die Baissespekulation wach, welche aus dem starken Stückeangebot Vorteil zieht und sich zu umfangreichen Blankoabgaben entschließt. Die rückgängige Kursentwicklung veranlaßt nun auch Außenstehende, mit Verkäufen vorzugehen, weil sie weitere Verluste befürchten. Die Lage der Haussiers, die nicht rechtzeitig realisierten, wird dann äußerst gefahrvoll und kann Zahlungseinstellungen einzelner Firmen nach sich ziehen. Indessen wird es eine Großbank nur in seltenen Fällen so weit kommen lassen, weil sie selbst bei ihren großen eigenen Wertpapierbeständen vor einer Baisse zurückschreckt, im besonderen auch aus dem Grunde, weil bei der Wechselwirkung, in welcher die Kurse der einzelnen Papiere zueinander stehen, Kursrückgänge in einzelnen Papieren leicht auf andere über-

greifen und ein Rückgang auf dem Terminmarkt auch auf den Kassamarkt hinüberwirkt. Im allgemeinen darf man wohl sagen, daß trotz gelegentlicher Krediteinschränkungen in Zeiten maßlosen Kursetreibens die Interessen der Banken mehr in der Richtung der Haussespekulation liegen und daß, wenn die Bank mit ihren Prolongationsgeldern Kurse und Spekulation zu beeinflussen sucht, dies häufiger für Haussezwecke geschieht als für die der Baisse, d. h. daß sie dann mit ihren eigenen als auch rasch vom Ausland herangezogenen Mitteln die Kreditgewährung billig hält.

Das Ausleihen von Prolongationsgeldern zu Zwecken der Marktregulierung von seiten der Banken bildet jedoch mehr eine Begleiterscheinung und nicht zu vermeidende Zurückstellung ihres Anlagezwecks. Der Gesichtspunkt rentabler Kapitalanlage steht für sie obenan. Er ist es, welcher gleichzeitig einer zu starken Ausprägung ihres Haussegrundsatzes entgegenwirkt. Das Report- und Lombardgeschäft bietet den Banken Gelegenheit zur Anlage ihrer für kurze Zeit verfügbaren Kapitalien und zwar zu verhältnismäßig hohen Zinssätzen. Der Reportzinssatz hält sich in der Regel über dem Zinssatz für Wechsel, es besteht jedoch die Möglichkeit, daß er auch unter diesen sinkt, namentlich in dem Falle, wenn die Baissiers mit starken Blankoabgaben vorgegangen sind und infolge Stückmangels am ultimo, vielleicht auch beim Gelingen einer Schwänze, in Bedrängnis geraten. Die Stücknachfrage und das Geldangebot drücken den Report des betreffenden Papiers herab, Papiere, die sonst Report haben, bedingen vielleicht sogar Deport, weil die Baissiers die Stücke um jeden Preis haben müssen.

Die Anlage in Reports und Börsenlombard gilt neben den Kasse- und Wechselbeständen als eine liquide. Vor der Wechselanlage hat sie den Vorteil, daß die Darlehensfrist hier allgemein eine kürzere ist, ihr Nachteil liegt in der Schwierigkeit sofortiger Realisierbarkeit, welche eine gute Wechselanlage auszeichnet. Jedenfalls bedeutet die Gewährung von Prolongationskrediten für die Banken ein ziemlich sicheres und gewinnbringendes Geschäft. Die hohe Verzinsung kurzfristiger Anlagen trägt dazu bei, eine Verzinsung ihrer kurzfälligen Depositen zu ermöglichen.

Demgegenüber tritt das Ausleihen von Stücken zu Zwecken der Prolongation in seiner Bedeutung für die Banken etwas zurück. Sie betreiben das Prolongationsgeschäft hauptsächlich vom Standpunkt der anlagesuchenden Geldgeber, treten sie als Geldnehmer auf, so kann vielleicht daraus geschlossen werden, daß sie sich selbsttätig an der Haussespekulation beteiligen. Wohl ist natürlich auch bei ihrer Geldgeberrolle eine Eigenspekulation nicht ausgeschlossen. Der Haussespekulant kann nicht wissen, ob die Bankfirma, mit deren Hilfe er prolongiert, à la baisse spekuliert oder nicht. Indessen wird das Stückeausleihen eines angesehenen Bankhauses deshalb nicht gern gesehen, weil es den Eindruck erwecken

kann, daß es durch die Verpfändung von Wertpapieren seinen eigenen Geldbedarf befriedigen müsse. Daß eine derartige Auffassung, wenn sie allgemein angenommen wird, geeignet ist, die Stellung der Bank an der Börse zu schädigen, ist zweifellos. Als der regelmäßige Weg der Geldbeschaffung, der für ein großes Bankhaus allein angemessen ist, wird die Veräußerung von Privatdiskonten betrachtet. Dazu kommt, daß durch das Ausleihen von Stücken die Baissespekulation unterstützt wird und daß die Banken an deren Entfaltung kein Interesse besitzen. Die großen Banken und Bankiers betreiben daher in weit geringerem Umfange das Stückeausleihen als das Geldausleihen. Will die Bank den Kurs eines bestimmten Papiers halten, so genügt es schon, wenn sie es zu stark ermäßigten Sätzen hereinnimmt. Die Hergabe und Vorenthaltung von Stücken gegenüber der Baissespekulation bildet allerdings ein der Festsetzung der Hereinnahmebedingungen ähnliches, wenn auch weniger angewandtes Machtmittel. Die Großbanken sind mit ihrer zahlreichen spekulierenden Kundschaft in der Lage, den Ausgleich des Geld- und Stückebedarfs derselben zu übernehmen und auf diese Weise als Zwischenreportstellen zu dienen. Mit Hilfe ihrer eigenen und in ihrem Kommissionsgeschäft bereit gehaltenen Bestände ist es ihnen leicht, ein Ueberwiegen des Stückebedarfs zu befriedigen. Die geringere Entwicklung der Baissepartei gegenüber der auf das Steigen der Kurse gerichteten Spekulation mag mit dazu beitragen, daß die Börse durch die letztere eine große Zahl stets und zu billigen Bedingungen bereiter Stückeverleiher zur Verfügung hat, welche durch ihre Konkurrenz gegenüber den stückeverleihenden Banken die Tätigkeit dieser auf diesem Gebiete etwas einschränken.

Was die Verhältnisse des allgemeinen Geldmarktes anlangt, so stehen diese nicht in unmittelbarem Zusammenhange mit dem Wertpapiermarkt und sollen hier auch unberücksichtigt bleiben. In welcher Weise die Diskontpolitik der Reichsbank in gegenseitiger Wechselwirkung mit dem Auf und Nieder des Wirtschaftslebens ihren Einfluß auch auf die Zustände an der Börse ausübt, ist bekannt und bedarf hier keiner näheren Darstellung. Was die Organisation des Privatdiskontmarkts betrifft, so sei hier nur die Tatsache angedeutet, daß die Feststellung des Privatsatzes sich in Form einer täglich erfolgenden mündlichen Verständigung der hauptsächlichen Interessenten an der Börse vollzieht, wie sie Wechsel diskontieren wollen. Den großen Kreditbanken fließen infolge ihrer engen Verbindung mit der großen Geschäftswelt eine Masse von Wechseln zu, wodurch sie in die Lage kommen, als die hervorragendsten und einflußreichsten Privatdiskonteure aufzutreten. Diese ihre Machtstellung auf dem Diskontmarkt, welche ihnen erlaubt, mit der Reichsbank in Wettbewerb zu treten, kann selbstverständlich von ihnen auch für die Zwecke ihrer Börsenoperationen ausgenutzt werden. Eine Spannung des Geldmarktes bedeutet für das Emissionsgeschäft eine beträchtliche Erschwerung; zum Zwecke

der Stimmungsmache für Emissionen halten es daher die Banken zuweilen in ihrem Interesse liegend, die Zinssätze willkürlich zu drücken, um auf diese Weise ein Gelingen des Geschäfts zu unterstützen.

Fassen wir zusammen. Die Stellung der Banken im heutigen Kreditverkehr der Börse und des Wertpapierhandels bestimmt sich im wesentlichen nach der hinter ihnen stehenden Kapitalmacht. Die gewaltigen Summen an eigenen und fremden Geldern, über welche die Großbanken zu verfügen in der Lage sind, heben damit nicht nur ihre Macht und Geltung auf dem allgemeinen Geldmarkt, sondern auch auf dem Gebiete des Börsenkredits zu dem wichtigsten und weithin herrschenden Faktor. Die Großbanken sind die hauptsächlichen Geldgeber sowohl für die berufsmäßige Spekulation als auch für das spekulierende Publikum, welche zum überwiegenden Teile auf sie angewiesen sind. Damit ist eine Abhängigkeit großer Teile der Spekulation und des Publikums geschaffen worden, welche von den Großbanken auf dem Wege reichlicher oder spärlicher Kreditgewährung zu einer in ihrem Interesse liegenden und bis zu einem gewissen Grade willkürlichen Beeinflussung der Marktrichtung ausgenutzt werden kann. Die Interessen, welchen durch diese Mittel die Kreditgewährung dienstbar gemacht wird, liegen sowohl auf dem Gebiete des Emissionsgeschäfts wie eigener Spekulationen und eigenen Wertpapierbesitzes. Sie hängen ab von der engeren oder loseren Verknüpfung, in welcher die einzelne Bank zur Börse überhaupt steht. Gegenüber den Fällen mißbräuchlicher und rücksichtsloser Wahrnehmung derselben dürfen jedoch auch die nicht vergessen werden, in denen der Gebrauch des Einflusses, welchen sie auf dem Geldmarkt besitzen, von ihnen in durchaus zweckmäßiger und für die Allgemeinheit wohltätiger Weise erfolgt. Die Bedeutung des Großbankeneinflusses im Kreditverkehr der Börse liegt vor allem in der durch Anziehen oder Lockerung der Kreditschraube geschaffenen Möglichkeit, die Extreme der Spekulation zu mildern. Sie können durch planvolle Kreditpolitik Ausschreitungen und Uebertreibungen der Spekulation entgegentreten. Wenn in der Hochkonjunktur Spekulation und Publikum sich mit Engagements überladen haben, können die Banken durch eine vorsichtige Krediteinschränkung einem weiteren ungerechtfertigten Kursetreiben Einhalt tun und auf diese Weise den Ausbruch einer Börsenkrisis verhüten. In den Zeiten des Konjunkturumschwunges können sie durch Beruhigung der Kundschaft Angstverkäufe hintanhalten, durch eine entgegenkommende Kreditgewährung für einen allmählichen Abbau des Kursgebäudes Sorge tragen und so manche Härten, Schädigungen und Zusammenbrüche, die bei einem plötzlichen Kurssturz eintreten, vermeiden oder doch wenigstens abschwächen. Ein einheitliches Zusammenwirken der Großbanken kann namentlich auch durch Einschränkung der zu ungesunder Ausdehnung gelangten Spekulation mit fremden Geldern, insbesondere durch gleichmäßige Er-

höhung ihrer Ansprüche in bezug auf die Sicherheitsstellung Wunder wirken und zur Solidität des Börsengeschäfts beitragen.

Ihre Hauptbedeutung auf dem Gebiete des Börsenkredits liegt in der Möglichkeit krisenmildernder Einwirkung auf die Spekulation und in der Tat zeigen die Krisen der letzten Jahre in dieser Richtung bemerkenswerte Ansätze. Die Erfüllung dieser Aufgaben wird ihnen wesentlich dadurch erleichtert, daß sie in Krisenzeiten immer mehr ihre eigenen Interessen als übereinstimmend mit denen der Volkswirtschaft erblicken. Jähe Kurssprünge, verunglückte Spekulationen der Kundschaft in größerem Umfange, Zusammenbrüche von Börsenfirmen usw. können auch zu ihrem eigenen Nachteil ausschlagen und sind mit ihrem Interesse an einem gleichmäßig und gut belebten Börsengeschäft schwer vereinbar.

Vierter Abschnitt.

Geschichtlicher Rückblick auf die Börsenbeziehungen der Banken.

Nachdem wir die Stellung und den Einfluß der Banken als der hauptsächlichen Erzeuger und Leiter der zur Börse strömenden Wertpapiermassen, als der leitenden Faktoren des Wertpapierhandels und des Börsenkredits in ihrem gegenwärtigen Stande im einzelnen dargelegt haben, soll noch ein Blick geworfen werden auf die Entstehung der gegenwärtigen Lage. Es soll gezeigt werden, wie die Beziehungen der Banken und Bankiers, vornehmlich der größeren Kredithäuser, zur Börse und dem sich um sie gruppierenden Interessenkreis in der Vergangenheit, vor allem in der Gründerzeit, sich dargestellt haben und aus welchen geschichtlichen Verhältnissen heraus unsere Bank- und Börsenverfassung erwachsen ist*). Die Darstellung dient aber zugleich dem besonderen Zwecke, die Kenntnis der Zustände der Vergangenheit der Erkenntnis der Gegenwart nutzbar zu machen, um die gegenwärtige Lage gleichsam von dem Standpunkte des geschichtlichen Betrachters aus besser beleuchten und veranschaulichen zu können.

Die Geburtsjahre der großen deutschen Kreditbanken fallen in die Mitte des vorigen Jahrhunderts. Sie fallen mit denen der deutschen Großindustrie zusammen. In einer Volkswirtschaft von wesentlich agrarem Charakter, welche die Reste zünftlerischer Gebundenheit der gewerblichen Produktion erst noch abstreifen

*) Ein derartiger Versuch hat von vornherein mit besonderen Schwierigkeiten zu kämpfen. Eine der wesentlichen Lücken unserer Bank- und Börsenliteratur ist der Mangel guter geschichtlicher Darstellungen. Wir besitzen keine Arbeit, welche diese Lücke in befriedigender Weise auszufüllen imstande wäre. Das Bedürfnis einer zusammenfassenden Darstellung der deutschen Bankgeschichte ist noch unbefriedigt. Insbesondere muß von dem jetzt in 3. Auflage vorliegenden Werke Rießers „Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration im Zusammenhange mit der Entwicklung der Gesamtwirtschaft in Deutschland“ (Jena 1910, 715 S.) gesagt werden, daß die auffällige Quantitätssteigerung mit einer entsprechenden Steigerung der Qualität leider nicht gleichen Schritt gehalten hat. Das gewaltig aufgestapelte Material bedarf noch systematischer Durchdringung, um die Aufgabe des Buches in seinen geschichtlichen Teilen für die Großbankentwicklung wirksam zu lösen. Auch die ebenfalls sehr verdienstliche, leider nur bis zum Jahre 1871 fortgeführte Arbeit S. Spangenthals „Die Geschichte der Berliner Börse“ (Berlin 1903) ist mehr eine chronologische Aneinanderreihung von Tatsachen als eine in die Tiefe gehende Untersuchung und bietet für unsere Zwecke gleichfalls wenig.

sollte, regten sich zum ersten Male Anzeichen großgewerblichen Lebens. Die lange Friedenszeit, die das Land nach den Befreiungskriegen genossen hatte, sowie eine vorausgegangene überaus günstige Konjunktur für die Landwirtschaft hatte die Ansammlung privater Kapitalien verhältnismäßig stark begünstigt und diese drängten nach Anlage. Was jedoch das wichtigste und zugleich zukunftreichste Zeichen für die Volkswirtschaft dieses Zeitabschnittes bedeutete, das war die beginnende Entfaltung ihres Verkehrswesens. Die neu zu errichtenden Eisenbahnen erzeugten einen gewaltigen industriellen Bedarf und brachten damit die eben erst geborene Montan- und Maschinenbauindustrie zu raschem Wachstum.

Die Kreditverfassung der Zeit war ihren wirtschaftlichen Zuständen angepaßt. Kreditbedürfnisse hatte, abgesehen von denen der Landwirtschaft, vor allem der städtische Großhandel und diese wurden auf dem Wege des Wechsel- und Lombardgeschäfts von einem zahlreichen und angesehenen Stande der Privatbankiers befriedigt. Ein Bedürfnis nach Produktionskredit war bisher nicht oder doch nur in geringem Maße hervorgetreten, eben weil nur wenig Industrie als Begehrer danach in Betracht kam. Die städtischen Bankiers betrieben vorwiegend Geld- und Wechselgeschäfte. Das Emissionsgeschäft, soweit es bestand, vor allem auf dem Gebiete der Staatsanleihen, war in der Hauptsache Domäne weniger kapitalkräftiger Großbankiers, unter welchen der Name Rothschild in der Geschichte des europäischen Staatskredits den ersten Platz beansprucht. Die Notwendigkeit eines raschen Ausbaues des Eisenbahnnetzes und das überall erwachende industrielle Leben schufen jedoch bald die Notwendigkeit, die bestehende Kreditorganisation den veränderten Verhältnissen anzupassen. An einem regen Staatsanleihegeschäft hatte sich die Macht der Großbankiers emporranken können. Das stürmisch vorwärts schreitende Wirtschaftsleben bedurfte besonderer Organisationsformen der berufsmäßigen Kreditvermittlung, weil die Kreditierung einer aufkommenden Großindustrie allein mit den Mitteln und der Organisation eines Privatbankierstandes nicht zu leisten war.

Die Anregung hierzu kam von Frankreich. Der Pariser Crédit mobilier, die Ideen seiner Gründer auch auf Deutschland ausstrahlend, ward das Vorbild der ersten deutschen Industriebank. Als Werkzeug eines vorausgeahnten industriellen Aufschwungs sollte sie neben der Beseitigung der Herrschaft der Großbankiers praktisch den gleichen Zielen dienen wie die Tätigkeit des Unternehmens der Pereire: dem Ausbau eines nationalen Eisenbahnnetzes und der Finanzierung einer schnell emporwachsenden Industrie, vornehmlich der Montanindustrie. 1853 wurde die „Bank für Handel und Industrie“ (Darmstädter Bank) als Aktiengesellschaft gegründet. 1856 die Berliner Handelsgesellschaft. Im gleichen Jahre erfuhr die Diskontogesellschaft ihre folgenreiche Umgestaltung. Eine große Zahl Aktienbanken traten in diesen Jahren außerhalb Preußens

ins Leben*). Auch auf Seiten der Privatbankiers entstand seit jener Zeit eine Vermehrung und Verschiebung nach der Seite ihrer industriellen Interessen. Dem wachsenden Bedürfnis nach Kreditvermittlung entsprechend entstanden zahlreiche Privatbankiergeschäfte, von denen heute noch manche zu den angesehensten und einflußreichsten des Landes zählen und deren Leiter in einer entwicklungversprechenden Industrie geeignete und willkommene Objekte ihres groß und kühn planenden Unternehmungsgeistes suchten und fanden.

Diese Entwicklung verhalf den deutschen Börsen zu einer raschen Blüte. Die Gründung zahlreicher industrieller Unternehmungen vor allem von Bergwerken, Eisenhütten und Maschinenbauanstalten in Form von Aktiengesellschaften, das Aufkommen einer Großindustrie in einem Lande, dessen Gewerbewesen bisher über das Niveau handwerkmäßiger Betriebe nicht wesentlich hinausgekommen war, bedeutete die Produktion von Wertpapieren in ansehnlicher Masse und damit eine Entfaltung und Erweiterung der deutschen Wertpapiermärkte, wie diese noch nicht erlebt hatten. In dieser Zeit sind unsere großen offiziellen Wertpapiermärkte eigentlich erst geboren worden. Denn was bis dahin Börse genannt worden war, hatte mit dem Begriff, den wir heute mit diesem Namen verbinden, im Grunde ebensowenig gemein wie ein dünn rieselndes Bächlein mit einem gewaltigen Strome. Die Geschäfte, welche bis dahin an den deutschen Börsen getätigt wurden, waren vor allem ein lebhafter Handel in Wechseln und Geldsorten (eine notwendige Nebenerscheinung der noch bestehenden Münzzersplitterung), dagegen bestand nur ein spärlicher Umsatz in den wenigen Staatsanleihen, Aktien und Obligationen, welche überhaupt vorhanden waren und Kursnotiz besaßen. Die Tätigkeit der Spekulation war auf den Staatspapiermarkt angewiesen, vornehmlich Prämienanleihen und in unverhältnismäßig starkem Maße ausländische Werte wurden von ihr bevorzugt. Es war das natürlich, daß eine agrare Volkswirtschaft ohne große Industrie, ohne altererbten Reichtum, die wie die deutsche jener Zeit eine für einen zukünftigen Wirtschaftsaufstieg notwendige Kreditorganisation sich erst schaffen mußte, entwickelte Wertpapierbörsen nicht besaß und nach Lage dieser Verhältnisse nicht besitzen konnte. Erst mit dem Einzug der Industrie konnte das für jeden Börsenhandel unentbehrliche Material geschaffen werden.

Die Bankiers und Aktienbanken, welche damals bereits vorhanden waren oder ins Leben traten, haben an dieser Entwicklung einen sehr lebhaften Anteil genommen. So spärlich die Ergebnisse der wissenschaftlichen Arbeit über diese ersten Jugendjahre des deutschen Bankwesens sind, so steht doch fest, daß die ältesten

*) Die Konzessionierung von Aktienbanken wurde von seiten der preußischen Regierung fast ausnahmlos versagt. Merkwürdigerweise bestand für Kommanditgesellschaften auf Aktien (Diskontogesellschaft, Berliner Handelsgesellschaft) ein Konzessionszwang nicht.

deutschen Aktienbanken, soweit sie sich nicht von vornherein auf das Notengeschäft verlegten, in bewußter Anlehnung an das französische Vorbild und mit dem weitausschauenden Arbeitsprogramm bewußter und planvoller Industrieorganisierung gegründet worden sind.

Es ist wichtig, diese Tatsache besonders festzuhalten. Denn die Geschichte der Großbanken bedeutet in der Tat die Einlösung und Erfüllung dieses Programms. Die überall sichtbaren Spuren ihrer Wirksamkeit legen davon Zeugnis ab.

Zunächst war jedoch eine solche Wirksamkeit nicht in vollem Umfange erkennbar. Die neugegründeten Kreditbanken gehen zunächst mit einer gewissen Schüchternheit und Vorsicht ans Werk. Was das reguläre Bankgeschäft anlangt, so befand sich dieses noch in dürftigen Anfängen. Bezeichnend hierfür ist die Tatsache, daß bei einzelnen Firmen ein mit dem Kommissionsgeschäfte verbundenes Spéditionsgeschäft noch eine gewisse Rolle spielte. Auch ihr Emissionsgeschäft brachte keineswegs eine Uebertreibung nach der industriellen Seite mit sich. Ihre industriell-kommerziellen Emissionen sind, abgesehen von denen der Eisenbahnaktien, in dem Zeitabschnitt bis zum Beginne der siebziger Jahre keineswegs besonders zahlreich. Das deutsche Emissionsgeschäft war bisher gleichbedeutend mit Staatsanleihegeschäft gewesen und dieser Ueberlieferung konnten sich auch die neugegründeten Aktienbanken nicht ganz entziehen. Daher tritt bei ihnen zunächst das Geschäft in Staatsanleihen in den Vordergrund. Gerade auf diesem Gebiete kam die jetzt beginnende Verschiebung der finanziellen Kräfteverhältnisse am deutlichsten zum Ausdruck. Mit dem Eintritt großer deutscher Aktienbanken in das Emissionsgeschäft hatte das Welthaus der Rothschild den Zenit seiner Macht überschritten. Ihre junge, aber sehr beachtenswerte Kapitalmacht zerbrach dessen Monopolstellung und ihre lebhaft einsetzende Konkurrenz gewann diesem gegenüber Schritt für Schritt Boden. Gleich in den ersten Jahren ihres Bestehens tritt die Darmstädter Bank, deren Aktien in den fünfziger und sechziger Jahren eine tonangebende Rolle an der Berliner und Frankfurter Börse spielen, mit Erfolg auf dem süddeutschen Anleihemarkt auf (1854 Mitübernahme der badischen und bayrischen Staatsanleihen). Auf dem norddeutschen wächst die Diskontogesellschaft, welche bald den Berliner Geldmarkt auch den süddeutschen Anleihen öffnet, zu einer einflußreichen und beherrschenden Stellung heran. Selbst in seiner festesten Domäne, dem österreichischen Anleihegeschäft, bedroht, sieht sich Rothschild zu einer Verständigung mit der letzteren genötigt, die zur Bildung der Rothschildgruppe führt. Auch die Zunahme der industriellen Emissionen mußte dazu beitragen, die Herrschaft des großen Bankhauses zu untergraben, weil damit die Bedeutung des Staatsanleihegeschäfts etwas zurücktrat.

Die Zuführung des Wertpapiermaterials an die Börsen, welches die Entwicklung der Industrie schuf, lag jedoch nur zu einem

Teile in der Hand der Banken und Bankiers. Zahlreiche industrielle Gesellschaften, noch des Bankkredits entbehrend, verzichteten auch auf deren Vermittlung bei der Einführung ihrer Aktien an der Börse und stellten selbständig die entsprechenden Anträge an die Börsenvorstände. Ein großer Teil der Emissionen, welche der Kapitalbedarf der Industrie mit sich brachte, kam auch den an Zahl stark angewachsenen Privatbankiergeschäften zugute.

Charakteristisch für die damalige Zeit ist es, daß bis zum Beginn der siebziger Jahre der Schwerpunkt des deutschen Wertpapiermarktes noch in Süddeutschland lag. Frankfurt mit seinem rentnerisch-patrizischen Boden und seinen zahlreichen alteingesessenen Bankhäusern war, durch geographische Lage begünstigt, unter den reichen Bürgerstädten Süd- und Westdeutschlands wirtschaftlich die führende und der erste Geld-Wechsel- und Börsenplatz des Landes, von internationaler Bedeutung, welcher den mächtig aufstrebenden, aber kapitalschwächeren Berliner Markt noch eine kurze Zeit lang überschattete*). Die Banken führen in dieser Zeit an den beiden deutschen Hauptbörsenplätzen neben den großen Staatsanleihen Eisenbahn- und Industriewerte aller Art, vornehmlich solche der Montan-, Maschinen- und Textilindustrie, auch Bankaktien und Bodenkreditwerte in großer Zahl ein. Die großen Kriegsanleihen Osteuropas, deren Aufnahme der Krimkrieg notwendig machte, verstärken das Material des Börsenhandels. Im Jahre 1856 werden die Aktien der Darmstädter Bank, der Thüringer und Geraer Bank und der Oesterreichischen Kreditanstalt sowie die österreichisch-französischen Staatsbahnaktien („Franzosen") an der Berliner Börse eingeführt wird und zählen bald zu den beliebtesten Papieren der Spekulation. Aktien wie Hörder, Eschweiler, Harpener und Phönix, mit hohem Agio eingeführt, vertreten die junge Montanindustrie**). In den rasch anschwellenden Kurszetteln kommt diese Entwicklung äußerlich zum Ausdruck.

Deutschland erlebt seine erste Gründerzeit. Die Neugründungen und Kapitalerhöhungen wachsen in einem den wirklichen volkswirtschaftlichen Bedarf weit übersteigenden Maße. Eine dünne rentnerische Oberschicht vornehmlich an den größeren Handelsplätzen hat sich gebildet und die Gewohnheit, einen Teil des vorhandenen Vermögens der Wertpapieranlage zuzuführen, bricht sich zum ersten Male in einem größeren Volkskreise Bahn. Die steigende Unternehmungslust wächst zu einer regelrechten Hausse aus, die Wertpapierspekulation nimmt einen für die damalige Zeit gewaltigen Umfang auch im Publikum an. — Grund genug für die Banken und Bankiers, ihrem Börsen- und Kommissionsgeschäft eine möglichst große Ausdehnung zu geben und selbst in gewissenlosester Weise der Eigenspekulation zu fröhnen. Die Darmstädter Bank unternahm 1857 eine vorzüglich gelungene Schwänze, die

*) Vgl. Spangenthal, a. a. O. S. 73/74.
**) Ebendort, S. 79/80.

Bank zog aus diesem Manöver die Summe von 700000 fl.*). Die blühende Wertpapierspekulation des Terminmarktes vergrößerte das Reportgeschäft sehr stark und lieferte den Banken und Bankiers aus der Anlage ihrer flüssigen Mittel reiche Erträgnisse. Ihre Portefeuilles sind mit Wertpapieren aus Emissionen und Spekulationen überladen, — da schnellt die steil emporgestiegene Konjunkturkurve jäh herab und die Krisis**) verwüstet mit verheerender Wirkung das üppig emporgeschossene Wirtschaftsfeld. Die Wertpapierbestände der Banken sind teilweise entwertet, teilweise verloren. Im Jahre 1859 steht die Darmstädter Bank am Rande des Ruins. Die Folgezeit ist dem Wiederaufbau und der Erholnng des erschöpften Wirtschaftslebens gewidmet. Zahlreiche Banken reduzieren ihre Kapitalien, halten sich von spekulativen Geschäften fern und bemühen sich redlich, einen makellosen Emissionskredit zu erwerben.

Diese Gründer- und Spekulationszeit hat den deutschen Börsen ihren ersten sichtbaren Aufschwung gegeben und zugleich den Banken und Bankiers ihre erste größere Emissionszeit. Im Flusse der geschichtlichen Entwicklung betrachtet, erscheint sie jedoch nur wie ein schüchterner Anlauf, fast wie eine Episode. Sie war nichts gegenüber dem, was da kommen sollte.

Der Salut der deutschen Geschütze vor Versailles, welcher die Gründung des neuen Reiches verkündete, bedeutete auch für die deutsche Wirtschaftswelt den Anbruch einer neuen Aera. Es war das ein Weckruf. Das Kaiserreich löste den Zauberbann von den schlafenden Kapitalien und von dem schlafenden Unternehmungsgeiste und entfesselte alle in der Nation gebundenen wirtschaftlichen Kräfte in unerhörter Weise. Das kriegerische Zeitalter, welches der politischen Einigung vorausging und sie begleitete, hatte seit den fünfziger Jahren die Börsen nicht wieder zu einem größeren Aufschwunge kommen lassen. Die beständige politische Krisengefahr schwebte über allen Anläufen der Haussespekulation und verhinderte ihre dauernde Herrschaft. Dieses Hemmnis kam jetzt in Wegfall. Ein industrieller Aufschwung, dessen Anzeichen bereits vor dem Kriege erkennbar waren, setzte nach dem Friedensschluß ein und wuchs bald an zu ungeheuren Dimensionen. Alle geistigen Vollkräfte und aller Wagemut schienen erwacht und sich dem wirtschaftlichen Leben zugewandt zu haben. Die französische Kriegsentschädigung hatte die Rückzahlung eines großen Teiles der deutschen Staatsschulden im Gefolge. Die hierdurch hervorgerufene Kapitalflüssigkeit brachte mit der zunehmenden Gewohnheit der Wertpapieranlage zugleich eine Verschiebung derselben

*) Model, a. a. O. S. 58, Wirth, Geschichte der Handelskrisen. Frankfurt 1883. S. 293/4.

**) Hierzu besonders der Aufsatz von O. Michaelis, die Handelskrisis von 1857. Volkswirtschaftliche Schriften. Berlin 1873.

nach der industriellen Seite mit sich. Alles drängte zur Anlage in Industriewerten. Ein Zeitalter lohnenden Verdienstes schien eröffnet und eine heißblütige Unternehmungslust beseelte die besten Kreise. Eine maßlose und überstürzte Gründungs- und Produktionstätigkeit, vielfach geleitet von einem genialen und verwegenen Großunternehmertume, für welches Strousberg ein Vorbild abgab, erfüllte allmählich das ganze Land. Industrieunternehmungen aller Art, Eisenbahn-, Bau- und Terraingesellschaften, Industrie- und Bodenkreditbanken in großer Zahl schoßen empor wie Pilze nach einem warmen Regen.

Der besondere Charakter dieses Zeitabschnitts, der eigentlichen Gründerzeit Deutschlands, welche selbst den heutigen Betrachter noch mit Interesse, Staunen und Bewunderung erfüllt und die in der Entstehungsgeschichte des deutschen Industriestaates stets einen hervorragenden Platz beanspruchen wird, fand ihre vielleicht schärfste Spiegelung in der Entwicklung des Börsenwesens. Gleich dem übrigen Wirtschaftsleben erlebten damals die deutschen Börsen ihre Sturm- und Drangperiode. Durch ihre Tore mußte der industrielle Siegeszug seinen Weg nehmen. Ein ungeheurer und einseitiger Zudrang der Kapitalien zur Börse hob sie mit elementarer Macht in die Höhe. Die Hochflut der Kapitalien drang in alle Kanäle der börsenmäßigen Anlage hinein und erfüllte auch die entlegensten und dunkelsten Abwässer derselben. In dichter Menge warf der fieberhafte Spekulationsgeist auf die Börse die von ihm geschaffenen Werte hernieder, die ob gut oder schlecht unterschiedslos von gierigen Händen ergriffen wurden.

Eine besondere Erleichterung bedeutete für die Gründungstätigkeit die bestehende freie Gesetzgebung sowohl auf dem Gebiete des Aktien- wie des Börsenwesens. Das Gesetz vom 11. Juni 1870, welches den bisherigen staatlichen Konzessionszwang für Aktiengesellschaften aufhob und statt dessen die Gründungen unter Erfüllung bestimmter gesetzlicher Normativbestimmungen freigab, brachte, ganz abgesehen von den allgemeinen volkswirtschaftlichen Ursachen, eine überaus günstige Konjunktur für die Aktiengesellschaften und damit für die Börse mit sich*). Die Aktiengesellschaft bildete daher auch das eigentliche Arbeitsfeld der berufsmäßigen Gründerei. Aktienbanken, Gründer- und Bankiercliquen, Plänemacher aller Art und aller Rangstufen wetteiferten darin, durch Begründung neuer und Umwandlung alter Unternehmungen Aktiengesellschaften ins Leben zu rufen, Börsenware in Form von Aktien zu erzeugen und diese mit Gewinn an die Börse zu werfen. Eine Emission drängte die andere, eine Einführung folgte der anderen. Die Gründer und Gründerbanken schufen Wertpapiere auf Vorrat, unbekümmert, ob für die zunächst von der berufsmässigen Börsen-

*) Vgl. Schriften des Vereins für Sozialpolitik. Leipzig 1873. Zur Reform des Aktienwesens Gutachten von Behrend. S. 37 f.

spekulation und einem maßlos spielsüchtigen Publikum aufgenommenen Werte reelle und anlagesuchende Abnehmer später sich überhaupt noch fanden.

Die Banken und Emissionshäuser, welche den Vertrieb der Aktien übernahmen, haben in dieser Periode sich oft als die leitende und bewegende Kraft der Gründung erwiesen*). Die eigentlichen Träger der gewerbsmäßigen Gründungstätigkeit waren weniger die größeren Kredithäuser als die kleineren und mittleren Bankiers und Aktienbanken sowie eine außerordentliche große Zahl privater Gründer. Wohl spielten auch die wenigen großen Banken wie die Diskontogesellschaft, die Darmstädter Bank und die Berliner Handelsgesellschaft im Emissionsgeschäft eine führende Rolle. Auf dem Gebiete des großen Anleihegeschäfts nimmt vor allem die erstere jetzt eine tonangebende Stellung ein und das Gründungs- und Umwandlungsgeschäft erfährt von ihnen eine mächtige Förderung. Indessen setzt sie ihr gestiegenes Ansehen doch bereits in die Lage, in ihren Emissionen eine bessere Auswahl zu treffen, als es ihren kapitalärmeren Schwestern und ihnen selbst früher möglich war. Die besseren Geschäfte werden ihnen zuerst angeboten, weil sie bereits einen geachteten Ruf als Emittenten sich erworben haben. Sie sind nicht genötigt, wie die große Masse der Emissionsbankiers wahllos darauf los zu emittieren, alles das zu erhaschen, was erhascht werden kann. Ihre Teilnahme am Emissionsgeschäft ist daher, quantitativ angesehen, noch gering. Trotz zahlreicher schwerer Fehlschläge und schwerer Mißgriffe, welche mangelnde Vorsicht und Gründungsüberstürzung auch bei ihnen mit sich brachte, hebt sich ihr Emissionsgeschäft doch bereits bis zu einem gewissen Grade an Solidität über das der Allgemeinheit hinaus. Indessen ist dieser Unterschied noch nicht sehr erheblich. Sie haben diese für das Bankgeschäft unvergleichlich günstige Börsenzeit weidlich ausgenutzt, wovon der hohe Gewinnanteil aus dem Wertpapiergeschäft fast aller größeren Unternehmungen Zeugnis ablegt. Sie erhöhten ausnahmslos ihre Kapitalien und es fiel ihnen leicht, in den blühenden Spekulationsjahren 1871 und 1872 fette Dividenden herauszuwirtschaften. Die Zahlen für drei der führenden und noch heute bestehenden Unternehmungen sind diese:

Aktienkapitalien in Mill. Mark

	Diskontogesellschaft	Darmstädter Bank	Berliner Handelsgesellschaft
1870	33	26	16
1871	39	43	22
1872	60	60	31
1873	60	60	31

*) Entwurf eines Gesetzes betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und Aktiengesellschaften nebst Begründung und Anlage vom 7. September 1883. Abgedruckt im Archiv für Handels- und Wechselrecht. Bd. 44. S. 193.

Dividenden in Prozenten:

	Diskontogesellschaft	Darmstädter Bank	Berliner Handelsgesellschaft
1870	13	10	9
1871	24	15	12
1872	27	15	12
1873	14	10	6

Die Ziffern über die Höhe der Aktienkapitalien zeigen, daß die größeren Kredithäuser über eine für die damalige Zeit sehr beachtenswerte Kapitalmacht verfügten. Immerhin reicht ihr Einfluß im großen industriellen Emissionsgeschäft nicht entfernt heran an die übermächtige Herrschaftsstellung, welche heute unsere Großbanken mit ihren Provinzkonzernen ausüben. Es findet dies neben den noch unentwickelten Industriebeziehungen der Banken vor allem darin seine Erklärung, daß gegenüber der mächtigen Wertpapierwelle, welche als Folge der Gründungen die Börsen überflutete, an eine planvolle Leitung des Börsenapparats nicht zu denken war. Der Ansturm, welchen Gründungsfieber und Spielleidenschaft in tollem Wirbel gegen die Börse führten, war so gewaltig, daß Versuche in dieser Richtung in dem wirren Trubel der Börsenspekulation untergegangen wären. Die großen Banken und Bankiers begnügten sich damit, von dem Börsenjubel zu profitieren, was zu profitieren war, und aus der Masse der Emissionen das anscheinend Beste für sich herauszuholen.

Die Berliner Börse begründete und befestigte in diesen Jahren endgültig ihre Stellung als die finanzielle Vormacht des Landes und als der Mittelpunkt des deutschen Wertpapierhandels. Sie trat damit gleichzeitig in die Reihe der führenden europäischen Börsen ein. Das konservativere Frankfurt, das sich in seiner Bankorganisation dem Uebergang zur großen Aktienbank verschloß, wurde von Berlin völlig überflügelt, erhielt sich aber seine maßgebende Stellung auf dem west- und süddeutschen Markte. Im Jahre 1871 errichtete die Darmstädter Bank eine Filiale in Berlin, um damit gleichzeitig den Schwerpunkt ihrer Organisation nach dort zu verlegen. Im Januar 1870, also noch vor dem Kriege, wurde die Deutsche Bank mit einem Kapital von 15 Millionen Mark gegründet, verhielt sich aber gegenüber dem Emissionsgeschäft noch sehr zurückhaltend. Eine Bank, welche in die Reihe der großen Kredithäuser eintreten oder in bezug auf Anteilnahme am Emissionsgeschäft mit ihnen gleichen Schritt halten wollte, war genötigt, der wachsenden Bedeutung Berlins als erstem deutschen Börsenplatz Rechnung zu tragen. Auch dem Ausland gegenüber erweiterte und befestigte Berlin seine Stellung, indem es einen Teil sowohl des industriell-kommerziellen wie des staatlich-kommunalen Geldbedarfs Ost- und Mitteleuropas an sich zog.

Der Zustand des Börsenwesens jener Zeit war in der Tat ein wirrer. Wie auf dem Gebiete des Aktienwesens, so war man auch in bezug auf die Verfassung der Börse von der großen wirt-

schaftlichen Umwälzung überrascht worden. Eine derartige Hochflut des Börsetreibens hatten die deutschen Börsen noch nicht gesehen. Die Geschichte der Börsen war jung und man hatte wenig Gelegenheit gehabt, Erfahrungen der Praxis für die Zukunft zu verwerten. Man hatte unterlassen und es war auch nicht möglich gewesen, gegen die hereinbrechende Flut rechtzeitig Dämme aufzuwerfen, und die vorhandenen wurden rasch durchbrochen. Die junge Gesetzgebung des neuen Reiches und des vorausgegangenen Norddeutschen Bundes hatte das Gebiet des Börsenwesens noch nicht betreten und die bisher dafür zuständigen Einzelstaaten sich wenig darum gekümmert. Die wichtigsten Börsen, vor allem Berlin und Frankfurt, erfreuten sich im wesentlichen freier Selbstverwaltung. Der Zutritt zur Börse war lediglich von der Erfüllung geringer Förmlichkeiten abhängig. Ein wirtschaftlich qualifizierte Zulassung bestand nicht und so kam es, daß die Besucher zu einem Teile aus völlig kapitallosen Individuen sich zusammsetzten. Auch in bezug auf die überaus wichtige Funktion des Börsenvorstands, über die Zulassung neuer Wertpapiere zu beschließen, hatten sich noch keine festen Grundsätze herausgebildet*).

So ist es leicht verständlich, wenn mit der ungeheuren Entfaltung des Wertpapierhandels nur zu bald Züge der Regellosigkeit, der Unordnung, ja des Schwindelhaften in die Börse einzogen. Vor allem auch deshalb, weil außerhalb derselben von seiten der Wertpapiererzeuger und -herausgeber, der Gründer, Banken und Bankiers, der Emissionsbetrieb bald zu den schlimmsten und gefährlichsten Auswüchsen führte. Die Zahl der Gesellschaften, deren Gründung schon den Keim des Verderbens in sich trug, war Legion. Die Gründungsgeschichte eines Aktienunternehmens bewegte sich durch eine Reihe von Scheinhandlungen und Gesetzesumgehungen**). Fingierte Zeichnung des Aktienkapitals, fingierte Einzahlung desselben, eine schwindelhafte und gewissenlose Reklame waren an der Tagesordnung. Eine Reihe von strafgerichtlichen Untersuchungen aus der Krisis hat nicht einmal die Verfasser und Veröffentlicher der Prospekte, auf Grund deren zur Zeichnung oder Abnahme der Aktien aufgefordert wu. de, ermitteln können***). In zahlreichen Fällen wurde in den Prospekten, die in der Regel von Unwahrheiten strotzten†), eine Dividende nicht nur verheißen und ausgerechnet, sondern von den Vorbesitzern resp. Gründern auch „garantiert“ ††). Durch die zahlreich emporgeschossenen Maklerbanken wurde der Zuzug kapitalschwacher Elemente zur Börse in starker Weise gefördert und unheilvoll

*) Struck, Die Effektenbörse. Leipzig 1881. S. 116. 117.

**) Felix Hecht, Das Börsen- und Aktienwesen der Gegenwart. Mannheim 1874. S. 63.

***) Denkschrift zum Entwurf der Aktiennovelle, a. a. O. S. 135.

†) Perrot, Der Bank-, Börsen- und Aktienschwindel. Rostock 1874. S. 127.

††) O. Glagau, Der Börsen- und Gründungsschwindel in Berlin. Leipzig 1876. S. 71.

auf die Ausdehnung der Spekulationssucht eingewirkt*). Sie wurden bald die eigentlichen Brutherde des Gründungs- und Börsenschwindels**).

Das Emissionsgeschäft der Banken und Bankiers hat niemals stärkere Züge der Unzuverlässigkeit und der Verantwortungslosigkeit an sich getragen wie damals. Die Losung, welche ihren geschäftlichen Transaktionen als Leitstern vorschwebte, hieß: Massenemission und Massenabsatz. Der damals herrschende Typus des Emissionshauses ist der Eigenspekulation treibende und Kundenspekulation vermittelnde Emissionsbankier. Er ist grundsätzlich Wertpapierhändler, die meisten Banken sind grundsätzlich Banken für Wertpapierhandel. Für diese Jahre gibt die von Sattler***) entworfene Schilderung des Wesens der Effektenbanken ein vortreffliches Bild. Die Banken und Bankiers kaufen die Wertpapiere durch Uebernahme von den Gründern oder Gründerkonsortien billig ein, um sie dann mittels Subskription und Einführung an der Börse auf Agio zu treiben und rasch zu veräußern. Sie bilden meist das vermittelnde Zwischenglied zwischen den Gründern einerseits und Börse, Spekulation und Publikum andererseits. Die Gründungsgeschäfte werden Selbstzweck. Je größer der Umsatz, desto gewinnreicher wird das Geschäft, desto weniger läßt man aber auch Ueberlegung und Vorsicht in der Auswahl der übernommenen Werte walten. Die Umwandlungsgeschäfte erhalten, wie Sattler sie nennt, den Charakter industrieller Ausschlachtungsgeschäfte. Die Umwandlungen bringen durch die Marktgängigkeit der beschaffenen Papiere eine Werterhöhung des Unternehmens mit sich. Die Zerlegung in Unternehmeranteile wird für Vorbesitzer wie Banken eine beliebte und einträgliche Operation, für das Unternehmen selbst hat die vielfache Ueberkapitalisierung ein Sinken der Rentabilität zur Folge. Man schafft Börsenware, um sie mit Agio auf den Markt zu werfen. Die Bankiers und Banken sind nicht nur wahllos in der Uebernahme der ihnen angebotenen Geschäfte, sie ergreifen auch selbst die Initiative, die Wertpapiererzeugung zu verstärken und zu beschleunigen. Sie sind neben den zahlreichen privaten Komitees, welche ihnen in die Hände arbeiten, unermüdlich in der Schaffung neuer Aktiengesellschaften und im Aufspüren von privaten Unternehmungen, welche geeignete Objekte für die Umwandlung bieten. Die Frage, ob das neugegründete Unternehmen für die Form der Aktiengesellschaft auch wirklich geeignet ist und ob sich für die Gesellschaft auch ein genügender und dauernd interessierter Stamm von Aktionären finden wird, ist eine solche vierten Ranges. Die Schilderungen aus dieser Zeit entrollen ein düsteres Bild von einer wahnsinnigen Aktienproduktion, von einer gewissenlosen

*) Prion, a. a. O. S. 15.

**) Schäffle, Der große Börsenkrach des Jahres 1873. Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft. 30. Bd. S. 14.

***) Sattler, Die Effektenbanken. Leipzig 1890.

Agiotage und von der schamlosen Ausbeutung der breiten Massen des Publikums. Zahlreiche Aktiengesellschaften erschienen auf der Bildfläche, um bald darauf wieder zu verschwinden. Die Lebensspanne zwischen Geburt und Tod so vieler Unternehmungen war nie so kurz.

Es ist klar, daß ein solcher Bankiertypus nur möglich war, wenn auf seiten der Börse bestimmte Voraussetzungen erfüllt waren. Vor allem bedingte der Betrieb eines in derartiger Ausdehnung und zugleich Entartung befindlichen Emissionsgeschäfts einen Wertpapiermarkt von einer ungewöhnlichen Breite und Stärke. Nur eine Börse von außerordentlicher Aufnahmefähigkeit war imstande, die überschwemmende Flut des hereinströmenden Aktienmaterials zu umfassen. Diese Vorbedingungen waren gegeben und zwar durch die Spekulation und das Publikum. Es wurde bereits die Tatsache gestreift, daß die Bankiers und Banken in weitgehendem Maße der Börsenspekulation sich zuwandten. Sie, die selbst als Emittenten von Wertpapieren auftraten, bildeten mit ihren Eigenspekulationen gleichzeitig einen Teil des aufnahmewilligen Marktes. Kurssteigerungen von rasender Schnelligkeit machten selbst die Aufnahme der mit hohem Agio ausgegebenen Werte rentabel, wenn es gelang, sie noch rechtzeitig dem Publikum aufzuhalsen. Die Zusammensetzung der Börsenversammlung gewann einen ausgeprägt demokratischen Zug. Neben den Vertretern alteingesessener Häuser und ansässiger, soliderer Berufsspekulanten drängte sich in den Börsensälen vor allem Berlins ein halbproletarisches Gemisch von zweifelhaften Routiniers und Glücksrittern meist jüdisch-osteuropäischen Geblüts. Neben dem zahllosen Heere der Kleinspekulanten, das sich aus Bankiers aller Sorten zusammensetzte und vielfach nichts zu verlieren hatte als den täglichen Aufenthalt in dem wogenden Börsentrubel, fanden sich auch Großspekulanten von beträchtlicher Kapitalkraft, Sachkenntnis und Klugheit, leitende und ehemalige Chefs angesehener Privatbankhäuser, die durch ihre geschickten, vorsichtigen und oft langsichtigen Spekulationen aus der Masse der Börsenbesucher hervorragten. Welcher Art die Stellung der wenigen großen zur sog. Hochfinanz gehörigen Aktienbanken und Bankiers im Emissionsgeschäft war, ist oben berührt worden. In der eigentlichen Börsenspekulation beobachteten sie trotz reger Anteilnahme am Gründungs- und Umwandlungsgeschäft wenigstens äußerlich und unter Anerkennung ihrer anständigen geschäftlichen Ueberlieferungen eine gewisse vornehme Zurückhaltung und waren hauptsächlich nur mittelbar durch Finanzierung der Spekulation in einem blühenden Prolongationsgeschäft interessiert.

Jener breite und aufnahmefähige Markt, dessen die Gründer als wichtigstes Absatzgebiet für die von ihnen geschaffenen Waren bedurften, war jedoch nur möglich, wenn derjenige Faktor in Tätigkeit trat, ohne dessen Mitwirkung Börse und Spekulation stets machtlos sind, die große Masse des spekulierenden Publikums.

Die Gewohnheit der besitzenden Volksklassen, einen Teil des der Wertpapieranlage dienenden Vermögens der Industrie zuzuführen, erfuhr in diesen Jahren eine gewaltige Ausdehnung und bürgerte sich selbst in den unteren und kapitalarmen Schichten ein. Gleichzeitig hiermit aber auch die Gewohnheit des Börsenspiels. Gründer und Publikum kamen sich gegenseitig entgegen. Einerseits entfalteten die Gründer, Gründerbanken und Gründerbankiers in allen Teilen des Landes eine intensive Propaganda für die von ihnen zur Zeichnung aufgelegten Papiere, eine Reklame, welche durch Aussendung einer Flut von Druckmaterial, durch persönliche Fühlungnahme mit der Kundschaft durch ausgeschickte Agenten, durch Abfassung von aufregenden Börsen- und Stimmungsberichten in einer zum Teil feilen Presse und durch die Schönfärberei ihrer Prospekte in ihrer Naivität, Ungeniertheit und Wahrheitfeindschaft vielfach das Menschenmögliche leistete. Im Kommissionsgeschäft war der raterteilende Bankier größtenteils selbst Gründer und Spekulant, kein Wunder, daß sich aus dieser Zwitterstellung die ärgsten Mißstände, ja eine schwere Gefährdung der Objektivität und des Verantwortlichkeitsbewußtseins des raterteilenden Kommissionärs ergeben mußten. Nur zu oft kam der Kommissionär in die Lage, diejenigen Papiere seinen Kunden zum Ankauf zu empfehlen, welche er gerade emittiert hatte oder in der Emission nicht hatte absetzen können oder diejenigen, in denen er selbst à la Baisse spekulierte. Im letzteren Falle ist dann der zum Ankauf ratende Bankier an der Börse zugleich Verkäufer der Papiere. Namentlich in der Zeit des Konjunkturumschwunges nahm diese überaus verwerfliche Praxis überhand und verursachte für das Publikum die schwersten Verluste. Durch absichtlich in die Presse lancierte ungünstige Nachrichten und durch eigene Blankoabgaben wurden die Kurse gedrückt, das Publikum durch die Aussicht auf weitere Kursrückgänge ängstlich gemacht und zur Abstoßung auch seiner an sich guten Papiere veranlaßt, um Gelegenheit zu geben, sich selbst billig und mit ansehnlichem Gewinn einzudecken. Ausnutzung aller sich darbietenden Gewinnmöglichkeiten, regste Teilnahme an der Terminspekulation wie auch im Kassageschäft ohne Rücksicht auf die sich aus dem Kommissionsverhältnisse ergebenden Pflichten, völlige Gleichgültigkeit gegenüber den Interessen des Unternehmens, in dessen Aktien man spekuliert: das war das bezeichnende Merkmal der großen Masse der Bankiers. Glaubte der Bankier annehmen zu dürfen, daß die von ihm vermittelten Aufträge aus wohlunterrichteten Kreisen stammten, welche der Gesellschaft nahe standen und einen Blick für die geschäftliche Lage der betreffenden Industrie besaßen, dann spekulierte er natürlich nicht gegen diese, sondern vielfach mit ihnen, meist mit der Wirkung, daß den betreffenden Käufern die anzukaufenden Papiere nicht unerheblich verteuert wurden. Nur selten versuchten einsichtige Spekulanten, dem pflichtwidrigen Verhalten ihrer Kommissionäre dadurch zu begegnen, daß sie die

in kleine Beträge erlegten Aufträge von mehreren Bankiers ausführen ließen*).

Es unterliegt keinem Zweifel, daß in dem Spekulationstaumel der siebziger Jahre, welcher die breiten Massen des Publikums erfaßte, die Gesamtheit der Banken und Bankiers einen Faktor von stark aufreizender Kraft darstellte. Auf der anderen Seite kam diesem jedoch ersteres weit entgegen. Die Sucht, rasch reich zu werden, erfaßte die weitesten Bevölkerungskreise und Börse und Aktienspekulation boten für deren Befriedigung ein willkommenes Mittel. Die Börse erschien ihnen als die verlockende Stätte, welche die Erfüllung des glühenden Strebens nach Reichtum und Besitz verhieß. Die oft nur geringe Einzahlungspflicht auf die Aktien, die zahlreichen und bekannt gewordenen Beispiele, in denen geschickte Spekulationen den Grund zu großen Vermögen gelegt hatten, die außerordentliche Leichtigkeit der Eingehung der Geschäfte, die grenzenlose Vertrauenseligkeit, mit der selbst einsichtige und erfahrene Elemente in die wirtschaftliche Zukunft hineinschauten, alle diese Umstände trugen dazu bei, Spekulationswut und Spielleidenschaft in einem noch nie vorhanden gewesenen Maße in den breitesten Schichten zu entfachen. Für große Teile des Publikums hatte die Aktie überhaupt nur als Spielpapier eine Bedeutung. Eine solche Welle der Wertpapiererzeugung und des Wertpapierangebots hatte das deutsche Publikum noch nicht gesehen. Kein Wunder, daß man ihr nicht standhielt und daß mit ihrem verschiedenwertigen Material alle Volksklassen beglückt und überschwemmt wurden. Die Masse des anlagesuchenden Publikums, wirtschaftlich noch völlig unerzogen und wenig selbständig, ohne eigene praktische Erfahrungen in der Wertpapieranlage, war diesem Andrang nicht gewachsen. Vielfach ohne jedes Urteil über ihre Qualität kaufte es die angebotenen Industrieaktien und wurde nur zu oft und zu leicht das Opfer gewissenloser und schwindelhafter Bankier- und Gründercliquen. Die großen und schweren Verluste, welche diese Kreise in jener Zeit, besonders aber in der Krisis bei ihren anlagemäßigen und spekulativen Aktienkäufen erlitten haben, waren ein reiches Lehrgeld für die dabei erhaltenen praktischen Erfahrungen. Zwei Faktoren, eine starke Spekulation (Groß- und Kleinspekulation) und ein großes anlage- und spekulationslustiges Publikum, waren es also, auf welchen die staunenswerte Aufnahmefähigkeit und Verdauungskraft des Wertpapiermarktes beruhte und welche auch die Grundlage des blühenden Börsengeschäfts der Banken bildeten.

Die im Frühling des Jahres 1873 ausgebrochene Krisis erschütterte diese jedoch auf das tiefste. Das Gebäude der Hausse-spekulation, zu einem großen Teil aufgebaut auf Leichtsinn und Schwindel, brach zusammen und mit unwiderstehlicher Gewalt brach die Baissepartei sich Bahn. Der Zustand des Wirtschafts-

*) Prion, a. a. O. S. 7.

lebens in der folgenden Zeit bot ein Bild der Krankheit und des Siechtums. Stand in den vorhergehenden Jahren die Börse im Zeichen einer Hochflut, so war der jetzt eingetretene Zustand der einer Ebbe. Die Börse hörte für eine Zeitlang auf, einen lebensvollen Markt von Kapitalien und Anlagepapieren zu bilden. Die Spekulation war unfähig geworden, die Aufgabe des Zwischenhandels zu erfüllen. Das Börsengeschäft schlich sich träge dahin.

Auch unter den Banken und Bankiers wütete die Krisis mit verheerender Wirkung und hatte Konkurse und Liquidationen zahlreicher Bankfirmen im Gefolge. Hier bot sich wieder ein ähnliches Bild wie in der 1857er Krisis, wenn auch jetzt in größerem Maßstabe. Die Banken und Bankiers, mit rückständigen Emissions- und Spekulationspapieren überladen, befinden sich im Zustande der ärgsten Illiquidität. Ihre Wertpapierkonti weisen in diesen Jahren die größten Ausfälle und Verluste auf. Viele der übernommenen Papiere sind völlig verloren. Man reduziert teilweise die Kapitalien, nimmt die notwendigen Abschreibungen vor und richtet sich so gut wie möglich ein, in dieser für das Bankgeschäft sehr verlustreichen Periode sich über Wasser zu halten.

Die größeren Aktienbanken und -Bankiers gehen aus der Krisis, wenn auch aus zahllosen Wunden blutend, im ganzen doch wenig geschwächt hervor. Sie hatten sich an der eigentlichen Börsenspekulation verhältnismäßig wenig beteiligt und waren kapitalkräftig genug, die erlittenen Verluste aus ihrem Emissions- und Börsengeschäft zu verschmerzen. Sie waren deshalb auch weit eher in der Lage, in der ausgebrochenen Panik kaltes Blut zu bewahren, mit dem Abstoßen ihrer an sich guten, wenn auch entwerteten Papiere zurückzuhalten und in der Durchführung ihrer langsichtigen Spekulationen über die Krisis hinweg auszuharren. Wir finden jetzt bereits Anfänge einer Praxis, die für die zukünftige Gestaltung der Börsenregulierung der großen Banken von bezeichnender Bedeutung waren. Mitten in der Zeit des Niedergangs nehmen die größeren Banken und Bankiers, bereits durch zahlreiche Industriebeziehungen über die wirkliche Lage vieler Unternehmungen genau unterrichtet, große Beträge der auf den Markt geworfenen, tief gesunkenen, aber in ihrem inneren Werte unberührt gebliebenen Papiere durch Interventionskäufe auf, ohne freilich den allgemeinen Zusammenbruch der Kurse aufhalten zu können. Sie führen die übernommenen Werte jahrelang vielfach unter dem Ankaufskurs in ihren Portefeuilles mit sich, um in späterer Zeit die Früchte weiser Voraussicht zu ernten.

Der Verlauf dieser Gründungs- und Spekulationsära brachte die öffentliche Meinung in hellen Aufruhr. Presse, Parlamente und Wissenschaft hallten wider von den Anklagen gegen den Börsen- und Gründungsschwindel, gegen Banken, Aktienwesen und Agiotage. Nach den bitteren Erfahrungen, welche Tausende von Personen mit der Wertpapieranlage und der Wertpapierspekulation gemacht

hatten, kann es nicht wundernehmen, wenn sich die Oeffentlichkeit mit besonderem Ingrimm, Zorn und Entrüstung gegen die Börse und die Banken und die sich um diese gruppierenden Rechtsinstitutionen wandte, weil diese ihrer Organisation und Bestimmung gemäß den Schauplatz und die Werkzeuge abgeben mußten, an welchen die Mißstände des Wirtschaftslebens am sichtbarsten in Erscheinung traten.

Man kann von den literarischen Aeußerungen jener Zeit gewiß kein Urteil der Objektivität verlangen. Aber obwohl man zugeben muß, daß Blick und Urteil der Zeitgenossen durch stark subjektive Momente getrübt war und, zum Teile von einer völligen Unkenntnis der Bedeutung und Funktion der Börse für die Volkswirtschaft zeugend, in der Kritik weit über das Ziel hinausschoß, läßt sich doch diesen Aeußerungen ein berechtigter Kern und ein mehr als literarhistorischer Wert nicht absprechen.

Die Praxis der Gründerbanken und Gründerbankiers, das Kommen und Gehen so zahlreicher Aktiengesellschaften, die unterschiedlose Aufnahme guter und schlechter Aktien in den Börsenhandel hatten im Gefolge, daß die Börse und die Banken in der öffentlichen Meinung immer tiefer sanken. Die Bezeichnung „Gründer" galt damals als eine Beleidigung, welche der Injurienrichter ahndet*). Selbst ein so ruhiger und gemäßigter Beurteiler wie W. Oechelhäuser sieht sich zu der Feststellung genötigt, daß an dem Spekulationstaumel „den traurigsten Anteil die zahllos gegründeten neuen Banken und Kreditinstitute hatten. In der Unmöglichkeit, so enorme Kapitalien in dem nur langsam fortschreitenden soliden Geschäft nutzbringend zu beschäftigen, wurden sie, kaum selbst gegründet, wieder zur gewerbsmäßigen Brutstätte neuer Gründungen oder zum Stützpunkte der Agiotage-Operationen an den Börsen**)." Und an anderer Stelle***) urteilt er: „Das Bild der Entwicklung unserer Banken seit 1870 bietet ein trostloses Bild unrichtiger, auf Leichtsinn wie auf Mangel wirtschaftlicher Erkenntnis zurückzuführender Kapitalverwendung." Auf der ersten Tagung des Vereins für Sozialpolitik im Oktober 1873, welche die Reform des Aktienwesens zum Gegenstand hatte, wandte sich Adolf Wagner in seinem Referat†) mit bemerkenswerter Schärfe gegen die Gründungs- und Emissionsbanken. Auch er stellt fest „den eminent schädlichen Einfluß dieser Aktiengesellschaften auf die Spekulation, welche sie zumeist und ihrem innersten Wesen nach fast mit Notwendigkeit zur Ueberspekulation anfachen", er beklagt, „daß sie immer neue und neue Papiere emittieren und mit hohem Agio realisieren, unbekümmert um den reellen Wert und die Zukunft der Unternehmungen, die sie ins Leben rufen",

*) O. Glagau, a. a. O. S. 117.
**) W. Oechelhäuser, Die wirtschaftliche Krisis. Berlin 1876, S. 36.
***) Ebendort, S. 44.
†) Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Leipzig 1874, S. 80.

um sodann die Frage aufzuwerfen, „ob nicht wenigstens bei diesen Banken das Aktienrechtsprinzip unzulässig sein soll.“ Die Börse sah man an als eine Einrichtung, durch welche einer kleinen Zahl von Ausbeutern, Börsenfaiseuren, die Möglichkeit gegeben wurde, in gesetzmäßiger Weise die große Masse der Bevölkerung auszuplündern. Der Abgeordnete Lasker fand heitere Zustimmung, als er gelegentlich einer Interpellation über die Reform des Aktiengesetzes in einer Reichstagsrede vom 4. April 1873 die Börse mit folgenden Worten kennzeichnete: „Sie müssen sich leider die Börse vorstellen als eine Schule, in der man in alle Umgehungen des Gesetzes auf das beste eingeführt wird, als eine Akademie für die Uebertretungen der Gesetze, wo es sich um leichten Geldgewinn handelt.“ Und der Börsenschriftsteller Perrot brandmarkt die Börse kurzweg mit den Worten*): „Die Börse ist, soweit sie Differenzgeschäfte treibt, eine ganz gemeine Spielhölle.“ Wieviel dieser Kritik Berechtigung zugrunde lag, haben wir in unsern obigen Ausführungen näher dargelegt.

Die Periode seit den 70er Jahren bis zur Gegenwart steht im Zeichen der Ausgestaltung der Börsenbeziehungen der Aktienbanken. In ihr vollzieht sich nach dem großen aber überstürzten Anlauf der Gründerzeit jener durch die Einführung der Schutzzollpolitik beschleunigte, rasche Aufstieg der Industrie, welcher den Schwerpunkt der deutschen Volkswirtschaft nach der industriellen Seite hin festlegte, und im Anschluß daran und in Wechselwirkung damit die Entstehung des Systems der Kreditbanken.

Die Zustände und Mißstände der Gründerzeit haben auf seiten der Banken und Bankiers, vor allem aber der letzteren, bis zum Ende der 80er Jahre, wenn auch abgeschwächt, hinübergewirkt. Bis zu dieser Zeit haben auch die größeren Aktienbanken der Börse gegenüber unmittelbar keine wesentliche Machtverstärkung erfahren. Auch die Aktienkapitalien halten sich bei den meisten von ihnen in verhältnismäßig bescheidenen Grenzen. Bis zum Jahre 1888 verfügte keine Bank über mehr als ein Aktienkapital von 60 Millionen Mark. In den folgenden Jahren erwies sich die Berliner Börse als ein Markt von einer außerordentlichen Aufnahmefähigkeit und von einem stark spekulativen Charakter. In der Zeit der Eisenbahnverstaatlichung wurden die Papiere der privaten Eisenbahngesellschaften durch fest verzinsliche einheimische Staatsanleihen ersetzt, eine Verschiebung in der deutschen Wertpapieranlage, welche den Wunsch nach höher verzinslichen Werten lebhaft wachrief. Gegen Ausgang des Jahrzehnts setzen zahlreiche Emissionen hochverzinslicher ausländischer Werte ein. Zum ersten Male betritt Deutschland in großem Umfange das Gebiet des internationalen und überseeischen Staatsanleihegeschäfts, wenn auch zunächst mit fragwürdigem Erfolge. Die Führung dieser Geschäfte

*) Perrot, a. a. O. S. 212.

fiel den großen Berliner Banken zu, die zu der Uebernahme der Emission allein befähigt waren. Sie rückten in dieser Zeit ihrem Ziel, der Leitung des deutschen Anlagemarktes, einen erheblichen Schritt näher.

Was auch mittelbar ihre Stellung gegenüber der Börse befestigen mußte und besonders für die zukünftige Gestaltung ihres industriellen Emissionsgeschäfts einen festen Grund legte, das war die sorgfältige Pflege und der zuverlässige Ausbau ihres industriellen Kontokorrentgeschäfts. Hier liegt in der Tat die für die Erweiterung der Einflußsphäre der Kreditbanken gegenüber der Börse höchst bedeutsame Wendung. Durch ihr enges Verwachsen mit der Großindustrie im regulären Kreditgeschäfte faßten die Banken das industrielle Emissionsgeschäft an seiner Wurzel und schoben sich damit auf dem Gebiete der Wertpapiererzeugung und des großen Wertpapierhandels an die erste Stelle. Die Wertpapierversorgung der Börse fiel so zum großen Teile in ihre Hand. Jetzt bedeutete für sie der Betrieb des Emissionsgeschäftes mehr als der eines hoch oder niedrig rentierenden Geschäftszweiges, er war ein unerläßlicher Bestandteil der gesamten Geschäftsgebarung und Industriepolitik der Bank geworden. Das Interesse der Banken an der Börse erhielt durch diese Entwicklung die stärksten Triebkräfte. War man früher bestrebt gewesen, die übernommenen Wertpapiere rasch mit Gewinn auf den Markt zu werfen und in der Durchführung des Grundsatzes des größtmöglichen Umsatzes lediglich auf die Wahrung eines gewissen Emissionskredits, der ungefähr mit einer gewissen äußeren Wohlanständigkeit gleichbedeutend war, Rücksicht zu nehmen, so erfuhr wohl der Grundsatz schneller Abstoßung auch jetzt keine wesentliche Abschwächung, an der Börse jedoch gebot das Interesse des Emissionsgeschäfts eine weit aufmerksamere Beachtung und Kontrolle der emittierten Werte als früher, weil die Bank auch gewichtige materielle Interessen im regulären Geschäfte mit dem betreffenden Unternehmen zu wahren hatte. Diese Beobachtung der emittierten oder sonst nahestehenden Werte wurde daher bald zu dem regelmäßigen Dienst der Kursregulierung und Patronierung der betreffenden Papiere, den wir in einem der vorhergehenden Abschnitte näher dargestellt haben, ausgestaltet.

Auf dem Gebiete des Kommissionsgeschäfts blieb der von mir geschilderte Bankiertypus der Gründerzeit bis zum Ende der 80er Jahre hin herrschend. Dieser Bankier ist neben seiner Eigenschaft als Kommissionär gleichzeitig nicht nur Emittent sondern auch Spekulant und zwar nur zu oft Spekulant gegen die Kunden. Den schmalen Vermittlungsgebühren, welche ihm aus dem regen Börsengeschäft mit einem großen Kundenkreis zuflossen, suchte er in der Regel durch Verquickung der Kundenspekulationen mit eigenen Spekulationen aufzuhelfen, was für ihn bei guter Kenntnis der Marktlage und der Spekulation oft nur zu verlockend war. In der Krisis des Jahres 1890 traten diese Mißstände von neuem grell

in Erscheinung. Eine Anzahl von Privatbankiers ließ sich durch das Scheitern ihrer eigenen Spekulationen verleiten, die ihnen von der Kundschaft anvertrauten Depositengelder als Spekulationsbetriebskapital zu verwenden. Die erfolgten Zusammenbrüche, welche diese Veruntreuungen ans Licht zogen und für zahlreiche Depositengläubiger schwere Verluste mit sich brachten, erzeugten ein solches Mißtrauen gegen den Stand der Privatbankiers, daß große Teile der Kundschaft sie verließen und auch ein fluchtartiger Abgang der Depositen zu beobachten war*), — Grund genug für die bereits zu einigem Ansehen gelangten Aktienbanken, die von den Privatbankiers abgesprengten Kunden an sich heranzuziehen und damit die Konzentration des Kommissionsgeschäftes in ihre Hände anzubahnen. Dadurch, daß sie in den Großstädten, in zahlreichen mittleren Provinz- und Rentnerstädten, sowie in Industriegebieten durch die Errichtung eigener Niederlassungen und durch enge finanzielle Verknüpfung mit schon bestehenden Bankhäusern festen Fuß faßten, war für sie die Möglichkeit der Fühlungnahme mit einem großen Kapitalistenpublikum im ganzen Lande gegeben. Als treibende Kraft kam hierbei auch der Gedanke in Betracht, wie wichtig es sei, für die Zwecke regelmäßiger glatter Unterbringung der eigenen Emissionen über einen zahlreichen Stamm kapitalkräftiger und zuverlässiger Abnehmer zu verfügen. Das Emissionsinteresse wies die Bank auf die Pflege des Kommissionsgeschäftes nachdrücklich hin. Ueberhaupt mußte der Uebergang des weitaus überwiegenden Teiles des Emissionsgeschäftes in die Hände der größeren Berliner Aktienbanken und ihres Anhangs eine rasche Ausdehnung ihres Kommissionsgeschäftes auch deshalb begünstigen, weil diese als die hauptsächlichen Wertpapierverkäufer in Betracht kamen und auf seiten der Kunden vielfach die Neigung sich geltend machte, sich mit ihren Aufträgen unmittelbar an die hauptstädtischen Banken zu wenden und so unmittelbar und aus erster Hand vom Emissionshause zu kaufen. Die steuerliche Benachteiligung des provinziellen Kommissionsgeschäftes bis zum Jahre 1894 war auf diese Entwicklung ebenfalls von Einfluß. Auch die von den Großbanken im Kommissionsgeschäfte eingeführte Preisdrückerei wirkte insofern konzentrationsfördernd, als sie auch die Privatbankiers zu einer derartigen Erniedrigung der Provisionssätze zwang, daß ein Teil von ihnen derselben nicht oder nur mit erheblicher Gewinnschmälerung zu folgen vermochte. Die Konkurrenzkraft der kleinen Firmen erlitt gegenüber den kapitalreicheren Großbanken auch hierdurch eine Schwächung.

Endlich ist noch auf die Entwicklung der Kapitalkraft der Aktienbanken hinzuweisen, welche ihnen in immer größerem Umfange gestattete, als Geldgeber der Spekulation an der Börse im Prolongationsgeschäft aufzutreten und damit ein neues Band der

*) Prion, a. a. O. S. 13.

Abhängigkeit um die Börse zu schlingen. Damit verlor auch die Berufsspekulation ihre Unabhängigkeit, soweit sie diese nicht schon in dem in den 90er Jahren einsetzenden Todeskampfe eines Teiles des Privatbankierstandes eingebüßt hatte. Seitdem werden die von den größeren Banken vorgenommenen Kapitalerhöhungen lebhafter. Die Konzentrationsbewegung gewinnt an Schnelligkeit und Stärke. Das Börsengesetz von 1896, obwohl es durch das Verbot des Terminhandels in Bergwerks- und Industrieaktien die Berliner Börse in ihrer Entwicklung weit zurückwarf, bildet darin ein Glied. Die Erhöhungen der Stempelsteuern, der Verlust des Terminmarktes und die Einführung des Sperrjahres verschärfen die ungünstige Lage der kleinen Spekulanten und Privatbankiers, entwinden ihnen den noch verbliebenen Teil des Emissionsgeschäftes und wirken für die großen Aktienbanken weiter machtverstärkend.

So ist heute in Deutschland eine Bankorganisation entstanden, deren Eigenart in der Vielseitigkeit des Geschäftsbetriebs und in einer überaus starken Kapital- und Machtkonzentration in den Händen weniger großer Unternehmungen erblickt werden muß. Das führende Vorbild der Entwicklung stellen die Berliner Großbanken dar. In einer rastlos veränderlichen Wirtschaftswelt sind sie das Hauptmedium der Umgestaltung*). Sie ergreifen die Initiative und stellen sich selbst an die Spitze der industriellen Bewegung. Ihre außerordentlich gesteigerte Emissionskraft ruht auf einem System von Filialen und Depositenkassen, welche ihnen gleichzeitig als Saugarme für die Zuführung fremder Gelder dienen, und auf der Mitwirkung ihrer Verbündeten und Vasallen in der Provinz. Mit der Zunahme ihrer Emissionen hat auch ihr Kommissionsgeschäft eine gewaltige Ausdehnung erfahren. Sie nehmen heute in dem deutschen Wertpapierhandel die schlechthin führende Stellung ein.

Ich habe diese Ausführungen über die wirtschaftliche Verfassung von Börse und Banken und ihre gegenseitigen Interessenbeziehungen in der Gründerzeit in ihren charakteristischen Zügen und unter Berücksichtigung der großen volkswirtschaftlichen Zusammenhänge und Entwicklungstendenzen etwas eingehender gegeben. Sie werden gerechtfertigt durch den Zweck, den ich mit ihnen verfolgte. Nichts ist für das Verständnis und die Beurteilung des heutigen Verhältnisses zwischen Börse und Banken fruchtbringender und zweckdienlicher als ein Versuch, die Zustände der Vergangenheit zu denen der Gegenwart in Beziehung zu setzen. Durch nichts kann die Eigenart der heutigen Verfassung unseres Wertpapiermarktes augenfälliger und schärfer beleuchtet werden als durch Gegenüberstellung und Vergleich mit der früheren. Das Motiv, das den Verfasser bestimmte, gerade die Verhältnisse der

*) J. Plenge, Gründung und Geschichte des Crédit mobilier. Tübingen 1903. S. 29.

70er Jahre in den Vordergrund der Betrachtung zu schieben, ist dem gleichen Zwecke untergeordnet. Die Geschichte unserer Börsen und Banken weist keine Zeit auf, in welcher die innere Börsenverfassung zu der heutigen in so starkem Gegensatze steht, wie die Gründerzeit der 70er Jahre. Die gewaltigen seitdem vor sich gegangenen Wandlungen und Verschiebungen in der Stellung der Banken gegenüber und innerhalb der Börse und der wirtschaftlichen und persönlichen Machtfaktoren im Wertpapierhandel sind hierdurch am deutlichsten zu veranschaulichen.

Auch heute enthält die Teilnahme der Großbanken am Wertpapierhandel stark spekulative Züge. Ihre Tätigkeit gegenüber der Spekulation im Gefolge ihrer Emissionen, ihre regelmäßige Mitwirkung bei der Kursfeststellung, ihre beim Konjunkturwechsel geübte Interventionspraxis wie ihre wohlberechneten langsichtigen Spekulationen bringen Gewinne wie Verluste mit sich. Aber diese Spekulationen, welche im ganzen einen planvollen und vorsichtigen Charakter tragen und meist von der Rücksicht auf die Kursgestaltung und auf das betreffende Unternehmen geleitet werden, sind grundverschieden von denjenigen, wie sie früher von den zahlreichen Privatbankiers gehandhabt wurden, welche rücksichtslos alle sich darbietenden Gewinnmöglichkeiten ausnutzten und hierdurch die Interessen des Publikums wie der Allgemeinheit in bezug auf die Preisbildung schädigten*). Die Verdrängung der Privatbankiers durch die Großbanken brachte unstreitig ein starkes Element der Ordnung und Planmäßigkeit in den Wertpapierhandel und damit auch in die Preisbildung der Börse. Auch heute sind die Großbanken in ihrem Kommissionsgeschäft gleichzeitig Emittenten zahlreicher Papiere und es besteht kein Zweifel, daß hierdurch die Richtung der Wertpapierempfehlung nachhaltig beeinflußt wird. Gegenüber dem früheren Zustande, wo die Bankiers und Banken den Grundsatz verfolgten, die Papiere ihrer Gründungen möglichst schnell dem Publikum aufzuhalsen, und nach gelungener Unterbringung jedes Interesse an dem Unternehmen verloren, darf festgestellt werden, daß die Banken heute meist in Rücksicht auf das reguläre Kreditgeschäft ein dauerndes Interesse an ihren Emissionspapieren bewahren und das Emissionsgeschäft hierdurch an Solidität gewonnen hat.

Die veränderte Stellung der Banken gegnüber und innerhalb der Börse hat ihre tiefere Ursache in Umständen, welche außerhalb der Börse, zum Teil überhaupt außerhalb des Börsengeschäfts zu suchen sind. Die neuere Verfassung der Börse ist im letzten Grunde eine Frucht der Bankkonzentration. Mit dem Uebergang der Leitung eines großen Teiles des gesamten Leihkapitals der Nation in die Hände weniger großer Kreditbanken war für dieselben unausbleiblich auch eine Kontrolle der Zu- und Abflüsse des großen volkswirtschaftlichen Kapitalsammelbeckens, welches

*) Prion, a. a. O., S. 59.

die Börse darstellt, gegeben. Mit ihr zog an den deutschen Wertpapierbörsen gegenüber den vielfach chaotischen und in bezug auf die wirtschaftliche Kräfteverteilung demokratischen oder doch einer überragenden Leitung entbehrenden Verhältnissen in der Periode nach der Reichsgründung eine feste Ordnung ein. Feste Herrschaftsbeziehungen bildeten sich heraus, und zwar in monarchischer oder doch aristokratischer Richtung. Heute beherrschen diejenigen Mächte das innere Leben der Börse, welche den drei Bedingungen genügen:

Enge Verbindung mit der Industrie,
große Kapitalkraft und
große Kundschaft.

Die Erfüllung dieser Bedingungen bedeutete die Eingliederung der Börse in das Großbanksystem. In dem Gesamtaufbau der Großbanken bedeutet die Börse einen der wichtigsten Pfeiler. Für ihre gesamte Geschäftspolitik ist ihre Mitwirkung wesentlich und unentbehrlich. In dem regen Wechselspiel von Beziehungen und Wirkungen zwischen Börse und Banken erwiesen sich die letzteren allerdings als die stärkeren. Die Fäden, welche die Großbanken aus der Notwendigkeit ihrer volkswirtschaftlichen Funktion heraus, der berufsmäßigen Kapitalorganisierung, zur Börse und um sie herum gesponnen haben, sind so fest und so dicht geschlungen, daß die Börse heute weniger das Subjekt, sondern immer mehr das Objekt eines von den Großbanken geleiteten Wertpapierhandels darstellt. Oder nach einem Bilde Sombarts: Die Großbanken haben den Dampfhahn der Maschine, die man Börse nennt, jetzt tatsächlich in ihrer Hand.

Eine Wertung und Kritik des heutigen Zustandes liegt außerhalb des Zweckes der vorliegenden Arbeit. Eine solche erfordert eine grundsätzliche Auseinandersetzung mit unseren Großbanken überhaupt und kann nur unter Heranziehung leitender Gesichtspunkte der allgemeinen Volkswirtschaftspolitik vorgenommen werden.

Quellenangaben.

Sattler, Die Effektenbanken. Leipzig 1890.
Model, Die großen Berliner Effektenbanken. Jena 1896.
Rießer, Die deutschen Großbanken und ihre Konzentration. Jena 1910.
Weber, A., Depositenbanken und Spekulationsbanken. Leipzig 1902.
Jeidels, Das Verhältnis der deutschen Großbanken zur Industrie. Leipzig 1905.
Jaffé, Das englische Bankwesen. 2. Aufl. Leipzig 1910.
Wallich, Die Konzentration im deutschen Bankwesen. Stuttgart 1905.
Lindenberg, 50 Jahre Geschichte einer Spekulationsbank. Berlin 1903.
Goldschmidt, Die Bankgruppen. Mainz 1904.
Buchwald, Die Technik des Bankbetriebs. Berlin 1909.
Prion, Das deutsche Wechseldiskontgeschäft. Leipzig 1907.
Prion, Die Preisbildung an der Wertpapierbörse. Leipzig 1910.
Bernhard, Die Börse.
Wiener, Die Börse. Berlin 1905.
Struck, Die Effektenbörse. Leipzig 1881.
Pfleger & Gschwindt, Börsenreform in Deutschland. Stuttgart 1896.
Wermert, Börse, Börsengesetz und Börsengeschäfte. Leipzig 1904.
Weber, M., Börsenenquête. Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht. Bd. 45.
Lotz, Das Emissionsgeschäft. Leipzig 1890.
Schmalenbach, Die Methoden der Emissionstechnik. Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung. 1907.
Bachmann, Die Effektenspekulation. Zürich 1891.
Michaelis, Die wirtschaftliche Rolle des Spekulationshandels. Volkswirtsch. Schriften. Berlin 1883. Bd. 2.
Praktiker, Wie kann man die Börse mehr der Allgemeinheit dienstbar machen. Schmollers Jahrb. 1907.
Loeb, Kursfeststellung und Maklerwesen an der Berliner Börse. Conr. Jahrb. 1896.
Wermert, Mißbräuche an den deutschen Börsen. Conr. Jahrb. 1907.
Meyer, Die deutschen Börsensteuern. Stuttgart 1902.
Spangenthal, Die Geschichte der Berliner Börse. Berlin 1903.
Plenge, Gründung und Geschichte des Crédit mobilier. Tübingen 1903.
Wirth, Geschichte der Handelskrisen. Frankfurt 1883.
Hecht, F., Das Börsen- und Aktienwesen der Gegenwart. Mannheim 1874.

Oechelhäuser, Die wirtschaftliche Krisis. Leipzig 1876.
Michaelis, Die Krisis von 1857. Volkswirtsch. Schriften. Bd. 1.
Gareis, Die Börse und die Gründungen. Berlin 1874.
Neuwirth, Die Spekulationskrisis von 1873. Leipzig 1873.
Perrot, Der Bank-, Börsen und Aktienschwindel. Rostock 1874.
Schäffle, Der große Börsenkrach des Jahres 1873. Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft. Bd. 30.
Glagau, Der Börsen- und Gründungschwindel in Berlin. Leipzig 1876.
Brockhage, Zur Entwicklung des preußisch-deutschen Kapitalexports. Leipzig 1910.
Sombart, Die Kommerzialisierung des Wirtschaftslebens. Archiv für Sozialpolitik. Bd. 31.
Schriften des Vereins für Sozialpolitik. Bd. 1. Leipzig 1873.
Denkschrift zum Entwurf der Aktiennovelle von 1883.
Verhandlungen der Börsenenquête-Kommission.
Bericht der Börsenenquête-Kommission.
Salings Börsenpapiere. I. Teil. Die Börse und die Börsengeschäfte 1909.
Bank-Archiv II, 10, IV, 5, VI, 1, VII, 3 u. a.
Frankfurter Zeitung.

Lebenslauf.

Ich bin am 21. April 1888 zu Altenburg, Sachsen-Altenburg, als Sohn eines Kaufmanns geboren. Ich besuchte daselbst 9 Jahre das Ernst-Realgymnasium, das ich Ostern 1907 mit dem Reifezeugnis verließ. In der Folgezeit besuchte ich die Universitäten Jena, Leipzig und Freiburg im Breisgau und widmete mich hier volkswirtschaftlichen und juristischen Studien. Von volkswirtschaftlichen Lehrern hörte ich in Leipzig besonders die Professoren Bücher und Plenge, deren Seminar ich angehörte. An der Freiburger Universität besuchte ich die Vorlesungen und Seminare der Professoren von Schulze-Gävernitz und Diehl und fand Gelegenheit, mich mit dem hier besonders sorgfältig gepflegten Gebiete des Bank- und Börsenwesens näher zu befassen.

Carl Otto Stünzner.